



**BULLETIN**  
**2016**

**1**



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG  
EUROSYSTÈME



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTEME



Toute communication ou suggestion peut être adressée à la

Banque centrale du Luxembourg  
Section Communication  
2, boulevard Royal  
L-2983 Luxembourg  
Télécopie : (+352) 4774-4910  
e-mail : [info@bcl.lu](mailto:info@bcl.lu)  
Luxembourg, le 8 juillet 2016

Achévé de rédiger le 6 juin 2016

# SOMMAIRE

<b>1</b>	<b>LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE</b>	<b>10</b>
1.1	La situation économique dans la zone euro	10
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	10
1.1.2	Les marchés obligataires	11
1.1.3	Les marchés d'actions	11
1.1.4	Les marchés de changes	12
1.1.5	Les prix à la consommation	12
1.1.6	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	13
1.1.7	La balance des paiements de la zone euro	14
1.1.8	Les projections macroéconomiques pour la zone euro	15
1.2	La situation économique au Luxembourg	17
1.2.1	Les prix et les coûts	17
1.2.2	Le marché du travail	21
1.2.3	Les activités sectorielles	27
1.2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	53
1.2.5	La croissance économique	59
1.2.6	Les projections macroéconomiques de juin 2016	63
1.2.7	Le commerce extérieur	71
1.2.8	La balance des paiements	72
1.2.9	La position extérieure globale	74
1.2.10	Les projections de finances publiques	76
<u>Encadré 1 :</u>		
	Taux d'intérêt négatif appliqué sur la facilité de dépôt : Quelles conséquences pour les taux d'intérêt bancaires au Luxembourg ?	36
<u>Encadré 2 :</u>		
	Quel est le niveau de culture financière au Luxembourg ?	56

## 2 ANNEXES

1	Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	86
2	Circulaires de la BCL	86
3	Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site internet de la BCL (www.bcl.lu)	86
1	Statistiques de politique monétaire	86
2	Évolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	86
3	Marchés de capitaux et taux d'intérêt	86
4	Développements des prix et des coûts au Luxembourg	87
5	Indicateurs macroéconomiques pour le Luxembourg	87
6	Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	87
7	Balance des paiements du Luxembourg	87
8	Commerce extérieur	87
9	Position extérieure globale	87
10	Avoirs de réserve	88
11	Établissements de crédit	88
12	Véhicules de titrisation	88
13	Fonds d'investissement	88
14	Professionnels du secteur financier	89
15	Sociétés de gestion	89
16	Sociétés d'assurances et fonds de pension	89
17	Indicateurs de solidité financière	89
18	Statistiques de paiement	89
4	Publications de la BCL	89
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	91
6	Liste des abréviations	92

## VUE D'ENSEMBLE

Lors de sa réunion du 2 juin 2016, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de maintenir inchangés le taux d'intérêt sur les opérations principales de refinancement, le taux de la facilité de prêt marginal et le taux de la facilité de dépôt, à des niveaux de respectivement 0,00 %, 0,25 % et -0,40 %. Ces taux avaient été abaissés lors de la réunion du 10 mars 2016, au cours de laquelle le Conseil des gouverneurs avait également pris plusieurs mesures non conventionnelles de politique monétaire, à savoir :

- l'extension du programme d'achat d'actifs à 80 milliards d'euros, contre 60 milliards d'euros précédemment. Ces achats devraient être réalisés jusque fin mars 2017 ou au-delà si nécessaire et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif.
- l'inclusion d'obligations bien notées (*investment grade*) libellées en euros émises par des sociétés non bancaires établies dans la zone euro dans la liste des actifs éligibles aux achats réguliers dans le cadre d'un nouveau programme d'achats de titres du secteur des entreprises (*corporate sector purchase programme*, CSPP). Cette décision a été prise afin de renforcer les effets des achats d'actifs sur les conditions de financement de l'économie réelle. Le début de ces achats a été fixé au 8 juin.
- le lancement d'une nouvelle série de quatre opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO II), à compter de juin 2016, toutes d'une durée de quatre ans et à taux fixe correspondant au taux des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème en cours au moment de la réalisation de l'opération. Pour les banques dont les prêts nets dépassent un encours de référence, le taux appliqué aux TLTRO II sera réduit et pourra atteindre un taux plancher égal au taux d'intérêt de la facilité de dépôt en vigueur à la date de la réalisation de l'opération. Il n'existera aucune exigence de remboursement anticipé obligatoire dans le cadre des TLTRO II et les contreparties seront autorisées à procéder à la substitution d'anciennes opérations (TLTRO I) en la nouvelle série d'opérations (TLTRO II). Le Conseil des gouverneurs a lancé ces nouvelles opérations afin d'accroître l'orientation accommodante de la politique monétaire et de renforcer la transmission de cette dernière en stimulant davantage les prêts bancaires à l'économie réelle. La date de la première opération a été fixée au 22 juin.
- le maintien des taux d'intérêt directeurs à leurs niveaux ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée, et allant bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs de l'Eurosystème, compte tenu des perspectives d'évolution des prix. Cette annonce a été confirmée à l'issue des réunions du 21 avril et du 2 juin 2016.

Lors de sa dernière réunion du 2 juin, le Conseil des gouverneurs a jugé que le vaste ensemble de décisions de politique monétaire prises début mars confortait la dynamique de la reprise économique dans la zone euro et favorisait le retour de l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %. En particulier, les mesures prises continuent d'assouplir les conditions d'emprunt et contribuent à favoriser la fourniture de nouveaux crédits. Au-delà de l'impulsion déjà prise en compte, les mesures de politique monétaire devant encore être mises en œuvre devraient se traduire par un nouvel élan qui contribuera à atténuer davantage les risques pesant sur les perspectives de croissance économique et d'inflation. Dans le contexte actuel, il est crucial de veiller à ce que l'environnement de très faible inflation n'engendre des effets de second tour sur les processus de fixation des prix et des salaires. Le Conseil des gouverneurs a déclaré qu'il suivait attentivement l'évolution des perspectives en matière de stabilité des prix et qu'il agirait, le cas échéant, en utilisant tous les instruments à sa disposition dans le cadre de son mandat pour atteindre son objectif.



Au début de l'année 2016, l'activité économique dans la zone euro s'est nettement accélérée par rapport au rythme de croissance des trois années précédentes. La croissance reste soutenue par la demande intérieure, tout en étant freinée par la faiblesse des exportations. Ainsi, les projections macroéconomiques de juin 2016 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro anticipent une hausse du PIB annuel en volume de 1,6 % en 2016 et de 1,7 % tant en 2017 qu'en 2018. Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro pourraient freiner cette reprise ; néanmoins, ces risques se sont atténués en raison de la mise en œuvre progressive des récentes mesures de politique monétaire prises par l'Eurosystème. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la progression annuelle de l'IPCH dans la zone euro est passée de -0,2 % en avril à -0,1 % en mai 2016, reflétant essentiellement la progression des prix de l'énergie et des services. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, les taux d'inflation resteraient très faibles ou négatifs au cours des prochains mois avant de se redresser au second semestre 2016, principalement en raison d'effets de base liés au taux de croissance annuel du cours du pétrole. La remontée des taux d'inflation devrait se confirmer en 2017 et 2018, confortée par les mesures de politique monétaire et la reprise économique anticipée. Ces perspectives ressortent également des projections macroéconomiques de juin 2016 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui aboutissent à une hausse annuelle de l'IPCH de 0,2 % en 2016, de 1,3 % en 2017 et de 1,6 % en 2018.

En ce qui concerne le Luxembourg, les conditions économiques demeurent favorables. Selon les premières données de comptabilité nationale, la croissance du PIB réel aurait été de 4,8 % en 2015, soit le taux le plus élevé observé depuis 2010. S'agissant du début de l'année 2016, les évolutions conjoncturelles ont été plus contrastées. Le secteur bancaire a affiché un recul du produit bancaire de près de 10 % au premier trimestre par rapport à la même période de l'année précédente. Dans un contexte de volatilité accrue des marchés boursiers, l'activité dans l'industrie des fonds d'investissement s'est également repliée. Par contre, l'accélération de la croissance dans la zone euro, la progression du sentiment de confiance dans l'industrie au Luxembourg et la bonne tenue du marché du travail laissent envisager une croissance dans le reste de l'économie. Malgré ce début d'année plus difficile dans le secteur financier et en l'absence d'indications suggérant un affaiblissement important et durable de l'activité économique, celle-ci devrait donc reprendre vigueur à partir du second trimestre 2016.

Les projections de la BCL de juin 2016 tablent en effet sur une progression du PIB réel en 2016 proche de 3,4 %, soit 0,2 point de pourcentage de moins qu'anticipé précédemment. Cette légère révision à la baisse résulte des évolutions observées sur les marchés financiers en début d'année. L'économie bénéficierait de l'amélioration des conjonctures internationale et européenne. Compte tenu des hypothèses faites au niveau des taux d'intérêt, du taux de change et des prix du pétrole, qui se maintiendraient durablement à des niveaux plus favorables qu'auparavant, des effets positifs sur la croissance devraient aussi se manifester au cours de la période de projection, venant particulièrement d'un raffermissement de la demande domestique privée. En sus, en 2017 et 2018, les mesures d'allègement de la fiscalité directe des ménages et des entreprises donneraient une impulsion supplémentaire à la consommation et l'investissement privés. Dans ce contexte, les projections affichent une croissance du PIB réel aux alentours de 4 % pour chacune de ces années.

Le taux de variation annuel de l'inflation, telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN), a reculé et s'est établi à 0,2 % en moyenne sur les quatre premiers mois de l'année 2016. L'inflation devrait se maintenir à des niveaux proches de zéro jusqu'en août 2016 pour s'accélérer ensuite. En moyenne annuelle, le taux de variation de l'IPCN, qui s'était replié à 0,5 % en 2015, reculerait à nouveau pour atteindre 0,3 % en 2016 avant de progresser à 1,8 % en 2017 et à 1,9 % en 2018. Comparées à l'exercice de décembre 2015, les projections d'inflation ont été fortement revues à la baisse pour l'année 2016. Ces ajustements sont principalement le résultat du recul important du prix du pétrole exprimé en dollar et d'une hausse des prix des services plus contenue. Tenant compte de ce



recul de l'inflation, le paiement de la prochaine tranche indiciaire est désormais prévu pour le premier trimestre de l'année 2017. De ce fait, le temps écoulé depuis le paiement précédent serait porté à plus de trois ans, ce qui constituerait le plus long espacement entre le paiement de deux tranches indiciaires depuis l'introduction de l'euro en 1999.

En ce qui concerne les finances publiques, le solde des administrations publiques luxembourgeoises a révélé un excédent pour l'année 2015 de 1,2 % du PIB, en baisse par rapport au solde qui prévalait en 2014, mais plus favorable que celui anticipé à la fin de l'année 2015. Après une légère baisse en 2016, le solde des administrations publiques devrait se dégrader en 2017 selon les projections de la BCL pour afficher un déficit de 0,3 % du PIB, principalement sous l'effet des mesures d'allègement de la fiscalité directe annoncées par le gouvernement au printemps 2016. Ces mesures, qui seraient mises en œuvre à partir de 2017, auraient un coût budgétaire d'environ 1,5 % du PIB selon nos estimations. Le déficit de l'administration centrale passerait à 1,4 % à la fin de l'horizon de projection, après un pic de 1,8 % en 2017. Le niveau de ces déficits serait quasi-similaire à celui de l'année 2012 (-2,1 % du PIB) et serait plus important que celui de l'année 2013. Sous l'effet de la dégradation du solde de l'administration centrale, le ratio de dette publique par rapport au PIB, qui avait baissé en 2014 et 2015, remonterait à nouveau pour s'élever à près de 24 % du PIB en 2018, soit approximativement le même niveau qu'en 2013.

Les projections macroéconomiques de la BCL de juin 2016 sont entourées de divers facteurs de risques et d'incertitude. Un renversement des dynamiques favorables actuellement observées dans la zone euro constitue le principal risque pesant sur les perspectives macroéconomiques du Luxembourg. Les risques géopolitiques et le référendum au Royaume-Uni sont des sources d'incertitude additionnelles. Les impacts finaux des allègements de la fiscalité directe à partir de 2017 sur l'activité, les salaires, les prix à la consommation et les finances publiques pourraient diverger de nos estimations, notamment compte tenu des informations seulement provisoires disponibles à ce stade sur les détails de la réforme fiscale. Au vu du caractère inédit de plusieurs mesures de politique monétaire prises par le Conseil des gouverneurs, leur impact sur l'économie à moyen et long terme reste entouré d'une marge d'erreur importante.



<b>1</b>	<b>LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE</b>	<b>10</b>
1.1	La situation économique dans la zone euro	10
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	10
1.1.2	Les marchés obligataires	11
1.1.3	Les marchés d'actions	11
1.1.4	Les marchés de changes	12
1.1.5	Les prix à la consommation	12
1.1.6	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	13
1.1.7	La balance des paiements de la zone euro	14
1.1.8	Les projections macroéconomiques pour la zone euro	15
1.2	La situation économique au Luxembourg	17
1.2.1	Les prix et les coûts	17
1.2.2	Le marché du travail	21
1.2.3	Les activités sectorielles	27
1.2.4	L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	53
1.2.5	La croissance économique	59
1.2.6	Les projections macroéconomiques de juin 2016	63
1.2.7	Le commerce extérieur	71
1.2.8	La balance des paiements	72
1.2.9	La position extérieure globale	74
1.2.10	Les projections de finances publiques	76
<u>Encadré 1 :</u>		
	Taux d'intérêt négatif appliqué sur la facilité de dépôt : Quelles conséquences pour les taux d'intérêt bancaires au Luxembourg ?	36
<u>Encadré 2 :</u>		
	Quel est le niveau de culture financière au Luxembourg ?	56

# 1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

## 1.1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

### 1.1.1 Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire

Lors de la réunion du 2 juin 2016, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeuraient inchangés, à respectivement 0,00 %, 0,25 % et -0,40 %. Ces derniers devraient rester à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs.

En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, les achats mensuels d'actifs à hauteur de 80 milliards d'euros devraient être réalisés jusque fin mars 2017 ou au-delà si nécessaire et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif.

De plus, l'Eurosystème entamera le 8 juin ses achats dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (*corporate sector purchase programme*, CSPP). La décision d'inclure des obligations bien notées (*investment grade*) libellées en euros émises par des sociétés non bancaires établies dans la zone euro dans la liste des actifs éligibles aux achats réguliers dans le cadre du CSPP a été prise lors de la réunion du 10 mars 2016. Elle visait à renforcer les effets des achats d'actifs sur les conditions de financement de l'économie réelle.

Par ailleurs, à compter du 22 juin, l'Eurosystème conduira la première opération de la nouvelle série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO II). À ces quatre opérations, toutes d'une durée de quatre ans, sera appliqué un taux d'intérêt fixe correspondant au taux des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème en cours au moment de la réalisation de l'opération. Pour les banques dont les prêts nets dépassent un encours de référence, le taux appliqué aux TLTRO II sera réduit et pourra atteindre un taux plancher égal au taux d'intérêt de la facilité de dépôt en vigueur à la date de la réalisation de l'opération. Il n'existera aucune exigence de remboursement anticipé obligatoire dans le cadre des TLTRO II et les contreparties seront autorisées à procéder à la substitution d'anciennes opérations (TLTRO I) en la nouvelle série d'opérations (TLTRO II). Ces nouvelles opérations ont été lancées afin d'accentuer l'orientation accommodante de la politique monétaire et de renforcer la transmission de cette dernière en stimulant davantage les prêts bancaires à l'économie réelle.

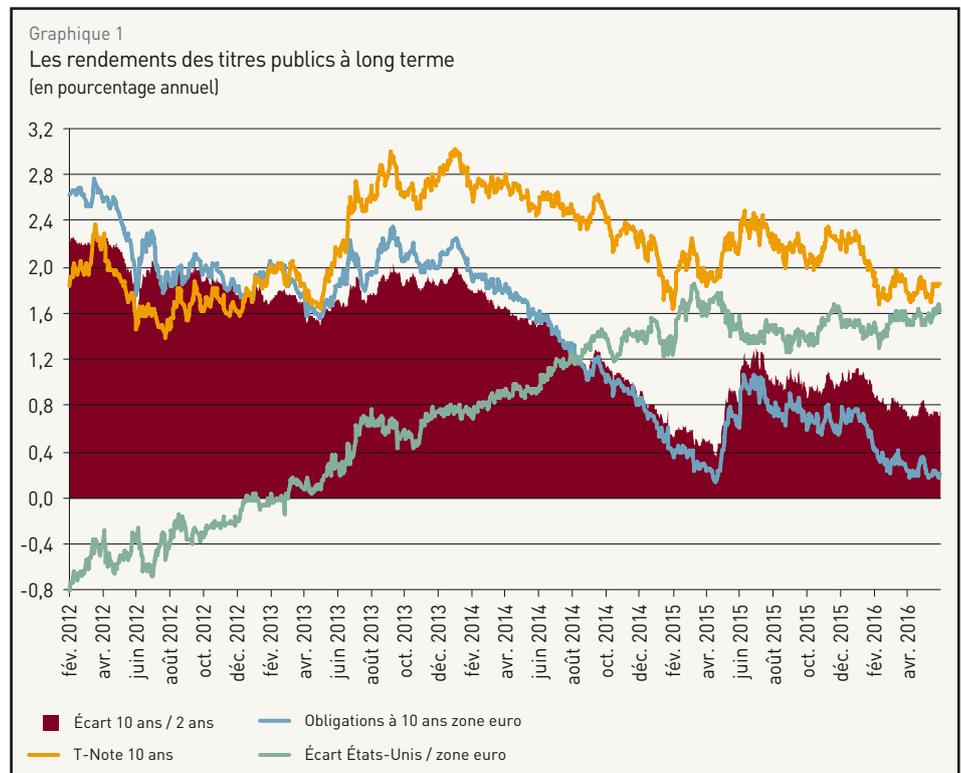
En ce qui concerne l'analyse monétaire, les données récentes confirment la croissance vigoureuse de la monnaie au sens large (M3). Le taux de progression annuel de M3 a été de 4,6 % en avril 2016, après 5,0 % en mars. L'expansion annuelle de M3 continue d'être principalement soutenue par ses composantes les plus liquides, l'agrégat monétaire étroit M1 ayant augmenté à un rythme annuel de 9,7 % en avril 2016, après 10,1 % en mars.

L'évolution des crédits a poursuivi son redressement constaté depuis début 2014. Le rythme annuel de variation des prêts aux sociétés non financières (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) a atteint 1,2 % en avril 2016, après s'être établi à 1,1 % en mars. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) a été de 1,5 % en avril 2016 après 1,6 % en mars.

### 1.1.2 Les marchés obligataires

De mi-décembre 2015 au 31 mai 2016, les rendements obligataires dans la zone euro ont poursuivi leur tendance baissière dans le contexte d'un assouplissement de la politique monétaire de la BCE. Le rendement des obligations souveraines à 2 ans s'est établi à -0,53 %, tandis que celui des obligations souveraines à 10 ans a atteint 0,22 % en fin de période<sup>1</sup>. Le différentiel de rendement entre le taux obligataire à 10 ans et celui à 2 ans s'est réduit durant cette période.

Aux États-Unis, le rendement obligataire à 10 ans a également diminué pour s'établir à un niveau de 1,85 % à la fin de la période analysée. Ce rendement ayant cependant moins diminué aux États-Unis que dans la zone euro, le différentiel de rendement entre les États-Unis et la zone euro s'est accru pendant la période sous revue. Ce différentiel est à mettre en perspective avec la désynchronisation des cycles de politique monétaire prévalant dans ces deux zones monétaires.



Sources : BCE, Bloomberg

### 1.1.3 Les marchés d'actions

De mi-décembre 2015 au 31 mai 2016, l'indice Standard & Poor's 500 a connu une légère hausse de 4 % aux États-Unis. Au Japon, le Nikkei 225 a baissé de 10 % sur fond de décision de la Banque du Japon de maintenir inchangée sa politique monétaire alors que les marchés financiers attendaient de nouvelles mesures d'assouplissement. Dans la zone euro, l'Euro Stoxx 50 a enregistré une baisse de 4 % sur la période analysée. Toutefois, cette évolution a été marquée par un mouvement haussier en fin de période dans le contexte des négociations visant à trouver un accord sur le versement d'une nouvelle tranche d'aide à la Grèce et l'allègement de la dette grecque. Ce mouvement haussier intervient aussi suite à l'annonce d'une baisse des réserves américaines de pétrole alimentant la hausse du prix du baril sur les marchés.

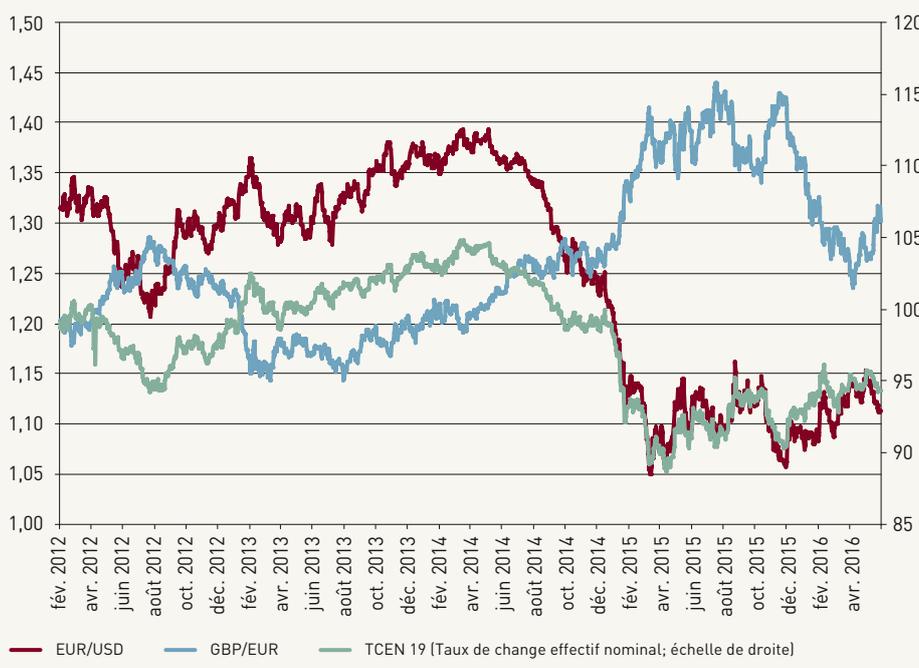
<sup>1</sup> Il s'agit du taux au comptant des obligations d'État de la zone euro, dont les émetteurs sont notés triple A (les notations sont fournies par Fitch Ratings). Ce taux est utilisé, entre autres, pour permettre la comparaison avec le rendement obligataire à 10 ans des États-Unis.

Graphique 2  
Les grands indices boursiers dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon  
(Base 100 au 01/01/2014)



Source : Bloomberg

Graphique 3  
Les taux de change de l'euro



Source : Bloomberg

2 Le taux de change effectif nominal de l'euro est mesuré vis-à-vis d'un panier de devises des 19 principaux partenaires commerciaux de la zone euro.

### 1.1.4 Les marchés de changes

Sur la période sous revue, le taux de change effectif nominal de l'euro<sup>2</sup> s'est apprécié de 1,5 %. Sur la même période, l'euro s'est apprécié de 1 % vis-à-vis du dollar américain et de 6 % vis-à-vis de la livre sterling. Cette appréciation de l'euro par rapport à la livre sterling s'explique par l'incertitude entourant l'issue du référendum du 23 juin sur le maintien du Royaume-Uni dans l'Union Européenne.

Concernant les autres principales devises, entre mi-décembre 2015 et le 31 mai 2016, l'euro s'est déprécié de 7 % vis-à-vis du yen japonais et de 4 % vis-à-vis du rouble russe. L'euro s'est apprécié de 4 % par rapport au renminbi chinois et de 2 % face au franc suisse. Quant aux devises des autres États membres de l'UE, depuis mi-décembre, l'euro s'est déprécié de 1 % face au forint hongrois, de 0,7 % face à la couronne suédoise et de 0,3 % face à la couronne danoise. En revanche, il s'est apprécié de 0,4 % face au zloty polonais.

### 1.1.5 Les prix à la consommation

L'inflation annuelle de la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), a reculé en 2015, pour la quatrième année consécutive. Le taux d'inflation annuel moyen n'a été que de 0,0 %, ce qui correspond à son niveau le plus bas depuis l'introduction de l'euro. Le repli des prix à la consommation s'est également poursuivi au

début de l'année 2016 et le taux d'inflation s'est établi à -0,2 % en avril 2016, son niveau le plus bas depuis février 2015. L'estimation préliminaire d'Eurostat pour le mois de mai est une inflation négative de -0,1 %.

Tableau 1 :

**Évolution de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et de ses composantes dans la zone euro**

(taux de variation annuels)

	2013	2014	2015	2015T3	2015 T4	2016 T1	AVRIL-16
IPCH global	1,4	0,4	0,0	0,1	0,2	0,0	-0,2
Produits alimentaires non transformés	3,5	-0,8	1,6	2,1	2,6	1,1	1,2
Produits alimentaires transformés	2,2	1,2	0,6	0,6	0,7	0,6	0,5
Produits manufacturés hors énergie	0,6	0,1	0,3	0,4	0,5	0,6	0,5
Énergie	0,6	-1,9	-6,8	-7,2	-7,2	-7,4	-8,7
Services	1,4	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	0,9
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	1,3	0,9	0,8	0,9	0,9	0,9	0,7

Source : Eurostat

Le repli de l'inflation au cours de l'année 2015 a été principalement imputable au recul important des prix de l'énergie, bien que l'inflation à l'exclusion des composantes les plus volatiles, c'est-à-dire l'énergie et les biens alimentaires non transformés, se soit aussi légèrement modérée. Globalement, ce scénario s'est également reproduit au début de l'année 2016. La poursuite du repli du taux d'inflation est le résultat d'une baisse encore plus importante du taux d'inflation pour les prix de l'énergie et d'un recul supplémentaire du taux d'inflation pour les composantes les plus stables. En ce qui concerne les sous-composantes de l'IPCH à l'exclusion des produits volatils, l'inflation des produits alimentaires traités s'est stabilisée. Elle s'est par contre accélérée pour les biens industriels non énergétiques et elle a poursuivi son recul pour les prix des services.

Une hétérogénéité des dynamiques de prix n'est pas anormale dans un contexte où les principaux facteurs déterminants de l'inflation se caractérisent par des évolutions divergentes. Ainsi, malgré son rebond de plus de 40 % depuis le début de l'année, le prix du pétrole est encore inférieur de 30 % à son niveau de l'année passée. Les prix des autres matières premières, que ce soient les produits agricoles ou les autres matières premières non énergétiques, sont soit toujours en recul, soit nettement inférieurs à leurs sommets atteints durant les années récentes. Ces dynamiques de prix sont à l'origine de l'inflation faible des biens alimentaires traités et de l'inflation négative des prix de l'énergie. Le taux de change de l'euro par rapport au dollar est resté globalement stable au cours des 12 derniers mois. Or, la dépréciation de l'euro au tournant de l'année 2014/2015 a eu tendance à renchérir les biens importés et a ainsi contribué à la hausse de l'inflation des biens manufacturés hors énergie. L'environnement macroéconomique de la zone euro s'est graduellement amélioré depuis le deuxième trimestre 2014, ce qui devrait contribuer à une inflation plus élevée. Si les prix à la consommation n'ont pas encore subi de pressions à la hausse via la demande, l'origine se trouve sans doute dans une dynamique des salaires encore fort atténuée.

**1.1.6 L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail**

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, le taux de croissance en rythme trimestriel du PIB de la zone euro s'est établi à +0,5 % au premier trimestre 2016. Au cours des troisième et quatrième trimestres 2015, le PIB avait chaque fois crû de 0,3 %.

Plusieurs pays de la zone euro ont vu leur croissance trimestrielle s'accélérer de manière notable en début d'année. La croissance du PIB au premier trimestre 2016 s'est ainsi établie à +0,7 % en Allemagne et à +0,5 % en France et au Pays-Bas, après +0,3 % au quatrième trimestre 2015 dans chacun de ces trois pays. En Autriche, la croissance s'est accélérée à +0,6 % au premier trimestre 2016, après un taux de +0,2 % en fin 2015. Le taux de croissance le plus élevé au premier trimestre 2016 a été observé à Chypre (+0,9 %, après +0,4 %). A contrario, la croissance a reculé en Belgique, passant de +0,5 % au quatrième trimestre 2015 à +0,2 % en début d'année et en Slovaquie où elle est passée de +1 % à +0,7 % ; elle a été nulle en Estonie (après +0,9 % au quatrième trimestre 2015) et négative en Grèce et Lettonie (-0,4 % et -0,1 %, après respectivement +0,1 % et -0,4 % au quatrième trimestre 2015).

Les statistiques de l'emploi font quant à elles état d'une croissance de 0,3 % de l'emploi au quatrième trimestre 2015 (après respectivement +0,3 % et +0,4 % aux deuxième et troisième trimestres 2015). Au niveau sectoriel, la croissance de l'emploi a été particulièrement marquée dans les activités spécialisées et les services de soutien<sup>3</sup> (+0,6 %), dans les arts, spectacles et autres activités de services (+1,0 %) et dans le secteur commerce, transport, hébergement et restauration (+0,4 %).

Le taux de chômage dans la zone euro s'est pour sa part stabilisé à 10,2 % en avril 2016. Il s'agit du taux le plus faible enregistré dans la zone euro depuis août 2011. Entre décembre 2015 et février 2016 le taux de chômage s'est chiffré à 10,4 %.

### 1.1.7 La balance des paiements de la zone euro

Sur la période de 12 mois cumulés se clôturant en mars 2016, le solde courant de la zone euro a poursuivi l'amélioration entamée depuis la seconde partie de l'année 2011. La balance courante a ainsi dégagé un excédent cumulé sur ces 12 mois de 323 milliards d'euros (soit l'équivalent de 3,1 % du PIB), comparé à un excédent de 272 milliards (2,7 % du PIB) sur la période correspondante de 2015. Cette évolution positive provient essentiellement d'une importante amélioration de la balance des biens. En effet, l'excédent des marchandises, qui d'habitude apporte la plus grosse contribution positive à la balance courante, n'a cessé de croître en totalisant 330 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en mars 2016, comparé à un surplus de 266 milliards sur la même période en 2015. Cette amélioration s'explique par deux effets. D'une part, les exportations de biens ont certes progressé, mais, à 4 %, leur rythme d'expansion reste inférieur à la normale. D'autre part, les importations ont presque stagné sous l'effet de la baisse des prix du pétrole et des autres matières premières.

L'évolution positive du solde courant a été renforcée par une baisse de 8 % du déficit cumulé du revenu secondaire qui a atteint 131 milliards d'euros en mars 2016. Avec un taux de croissance des importations (+8 %) supérieur à celui des exportations (+6 %), la balance des services s'est en revanche détériorée, son surplus cumulé ayant atteint 67 milliards d'euros en mars 2016, comparé à un surplus de 71 milliards sur la période correspondante de 2015. De même, sous l'effet de la faiblesse généralisée des taux de rendement des titres de la dette, l'excédent cumulé du revenu primaire s'est largement contracté à 57 milliards d'euros en mars 2016, contre 77 milliards en mars 2015.

Dans le compte des transactions financières, les investisseurs non-résidents ont délaissé les placements en titres émis par la zone euro. Sur la période de 12 mois cumulés se clôturant en mars 2016, les non-résidents n'ont investi que 69 milliards d'euros dans les titres de participation contre 327 milliards sur la période correspondante en 2015. Les titres de dette de la zone euro ont même subi des ventes nettes cumulées de 191 milliards d'euros en mars 2016, comparées à des achats nets de 128 milliards sur la période correspondante de 2015. Les résidents de la zone euro ont également fortement réduit leurs placements dans les titres de participation étrangers. Sur la même période de 12 mois cumulés

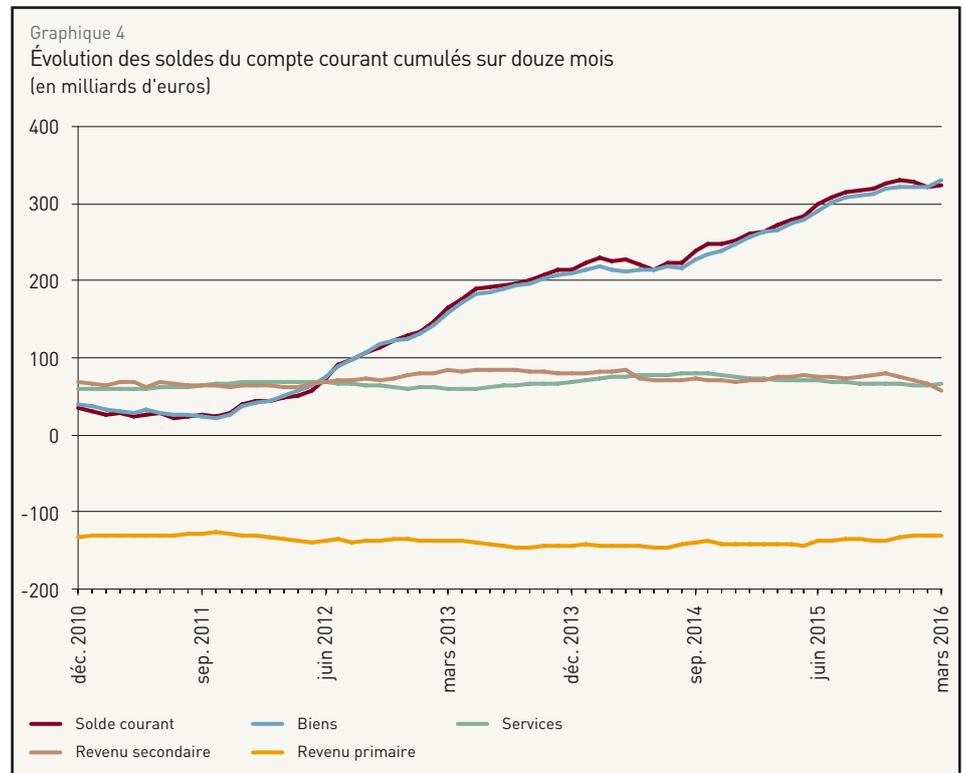
3 Il s'agit des activités spécialisées, scientifiques et techniques et des activités de services administratifs et de soutien.

jusqu'en mars 2016, les achats de titres de participation étrangers par les résidents de la zone euro ont ainsi atteint 19 milliards d'euros contre 116 milliards sur la période correspondante de 2015. En revanche, les achats de titres de dette étrangers par les résidents de la zone euro ont atteint 364 milliards d'euros sur la période cumulée de 12 mois jusqu'en mars 2016, contre 377 milliards sur la même période en mars 2015. Les flux d'investissement de portefeuille se sont ainsi globalement soldés par des sorties nettes de capitaux de 505 milliards d'euros sur la période de 12 mois cumulés jusqu'en mars 2016, comparées à des sorties nettes de 38 milliards sur la période correspondante de 2015.

Dans les autres composantes du compte financier, les sorties nettes d'investissements directs se sont réduites à 45 milliards d'euros sur la période de 12 mois cumulés jusqu'en mars 2016, contre 145 milliards sur la période correspondante de 2015. En revanche, dans les flux d'autres investissements (prêts et dépôts classiques), la baisse des créances des autres institutions financières monétaires a occasionné des entrées nettes de 215 milliards d'euros sur la période de 12 mois cumulés jusqu'en mars 2016.

### 1.1.8 Les projections macroéconomiques pour la zone euro

Selon les projections macroéconomiques de juin 2016 de l'Eurosystème, la reprise de l'activité dans la zone euro devrait rester solide. Le PIB en volume de la zone euro a progressé de 0,5 % en glissement trimestriel au premier trimestre 2016 (après une hausse de 0,3 % au quatrième trimestre 2015), cette évolution étant attribuable à la contribution positive de la demande interne alors que la dynamique des exportations était plus modérée. Les statistiques les plus récentes indiquent que la croissance économique devrait se poursuivre, bien que sans doute à un rythme moins soutenu, au deuxième trimestre. Ensuite, la reprise économique devrait se poursuivre à un rythme modéré mais stable. La demande intérieure sera encore confortée par les retombées des mesures de politique monétaire de l'Eurosystème sur l'économie réelle. Les conditions de financement favorables et les progrès réalisés en matière de rentabilité des entreprises seront propices à l'investissement. De plus, le revenu réel des ménages et leurs dépenses de consommation bénéficient de la croissance de l'emploi - du fait notamment des réformes structurelles antérieurement mises en œuvre - et du faible niveau du prix du pétrole. De surcroît, l'orientation de la politique fiscale dans la zone euro sera légèrement expansionniste. Toutefois, la reprise économique dans la zone euro continuera d'être freinée par les perspectives de croissance moroses dans les économies de marché émergentes ainsi que par le nécessaire ajustement des bilans dans un certain nombre de secteurs et par la lenteur dans la mise en œuvre des réformes structurelles.



Source : BCE



L'Eurosystème prévoit ainsi une hausse du PIB annuel en volume de 1,6 % en 2016 et de 1,7 % en 2017 et 2018. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2016 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été légèrement révisées à la hausse en 2016 et demeurent globalement inchangées pour 2017 et 2018.

Selon les projections de l'Eurosystème, la croissance des dépenses de consommation serait forte en 2016 et resterait soutenue en 2017 et 2018. La croissance du revenu disponible réel devrait s'accélérer en 2016 avant de fléchir à partir de 2017 du fait notamment des évolutions moins favorables du prix de l'énergie. Les progrès réalisés en matière de désendettement devraient aussi être bénéfiques pour la croissance de la consommation privée. La reprise de l'investissement résidentiel serait modeste tandis que, de son côté, la croissance de l'investissement des entreprises devrait continuer à croître, soutenue par la politique monétaire très accommodante, le renforcement de la demande domestique et de la demande externe et la nécessité de moderniser le stock de capital après plusieurs années d'investissements contenus. Les exportations devraient, de leur côté, progresser avec la demande externe adressée à la zone euro. Cette dernière devrait s'accélérer à partir de la seconde moitié de l'année 2016, en lien avec une croissance de l'activité mondiale plus forte. La croissance de la demande externe adressée à la zone euro devrait cependant rester bien en deçà des niveaux observés avant la crise. Les importations hors zone euro devraient croître plus rapidement que les exportations hors zone euro, en particulier en 2016. Au total, la contribution des exportations nettes à la croissance serait négative en 2016 et neutre ensuite.

Sur l'horizon de projection, les ratios du déficit budgétaire et de la dette publique sur le PIB sont orientés à la baisse. La réduction du déficit en 2016 s'explique par la réduction du paiement des intérêts de la dette et l'amélioration de la composante cyclique. En 2017 et 2018, une amélioration de la balance primaire devrait être associée à l'effet favorable du moindre paiement d'intérêts.

Sur la période 2016-2018, la réduction de la dette publique devrait en grande partie être soutenue par le niveau bas des taux d'intérêt par rapport à la croissance. Des surplus primaires devraient aussi avoir un impact favorable sur l'évolution de la dette.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a estimé que les risques entourant ces perspectives de croissance dans la zone euro demeurent orientés à la baisse, même si la balance des risques s'est améliorée du fait des mesures de politique monétaire expansives en cours. Les risques à la baisse sont liés à l'évolution de l'économie mondiale, à l'issue du referendum portant sur la participation du Royaume-Uni à l'Union européenne et à d'autres risques géopolitiques.

Tableau 2 :

**Projections macroéconomiques de l'Eurosystème pour la zone euro**  
(taux de variation annuels en pourcentages, révisions en points de pourcentage)

	2015	PROJECTIONS DE JUIN 2016			RÉVISIONS DEPUIS MARS 2016		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
PIB réel	1,6	1,6 [1,3 – 1,9]	1,7 [0,7 – 2,7]	1,7 [0,5 – 2,9]	+0,2	0,0	-0,1
Consommation privée	1,7	1,9	1,7	1,5	0,0	-0,1	-0,1
Consommation publique	1,3	1,5	0,8	0,9	0,0	-0,3	-0,3
Investissement	2,7	3,2	3,4	3,3	+0,5	+0,2	+0,0
Exportations	5,2	3,2	4,2	4,4	+0,2	-0,1	-0,2
Importations	6,0	4,7	4,7	4,8	-0,1	-0,6	-0,3
Emploi	1,0	1,1	0,9	0,9	+0,2	+0,1	0,0
Taux de chômage (en % de la population active)	10,9	10,2	9,9	9,5	-0,2	-0,3	-0,4
Solde budgétaire des administrations publiques (en % du PIB)	-2,1	-1,9	-1,7	-1,4	+0,2	+0,4	-0,6
Dette brute des administrations publiques(en % du PIB)	90,7	90,0	89,0	87,4	-0,8	-1,0	-1,8
IPCH	0,0	0,2 [0,1 – 0,3]	1,3 [0,6 – 2,0]	1,6 [0,7 – 2,5]	+0,1	0,0	0,0

Source : BCE

En ce qui concerne l'inflation, l'estimation rapide d'Eurostat indique que la baisse annuelle de l'IPCH de la zone euro s'est établie à -0,1 % en mai 2016, après -0,2 % en avril. Sur la base des informations disponibles et des contrats à terme sur les cours du pétrole, le niveau des taux d'inflation devrait demeurer très bas, voire être négatif, dans les prochains mois, avant de remonter au cours de la seconde moitié de l'année 2016, principalement en raison d'effets de base liés au taux de croissance annuel du cours du pétrole. Les taux d'inflation devraient ensuite se redresser en 2017 et 2018, soutenus par la remontée attendue des cours du pétrole, les mesures de politique monétaire prises par le Conseil des gouverneurs et la reprise économique attendue.

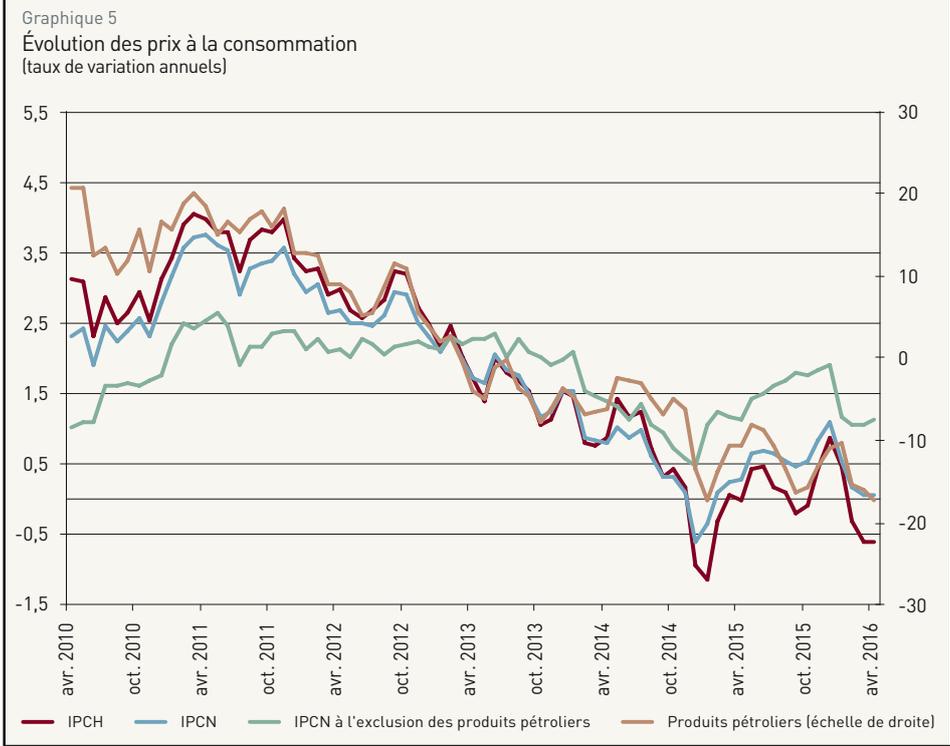
Ce scénario ressort également des projections macroéconomiques de juin 2016 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui font ressortir une hausse annuelle de l'IPCH de 0,2 % en 2016, de 1,3 % en 2017 et de 1,6 % en 2018. En comparaison avec les projections macroéconomiques de mars 2016 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de progression de l'IPCH ont été révisées légèrement à la hausse pour 2016 et demeurent inchangées pour 2017 et 2018.

## 1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

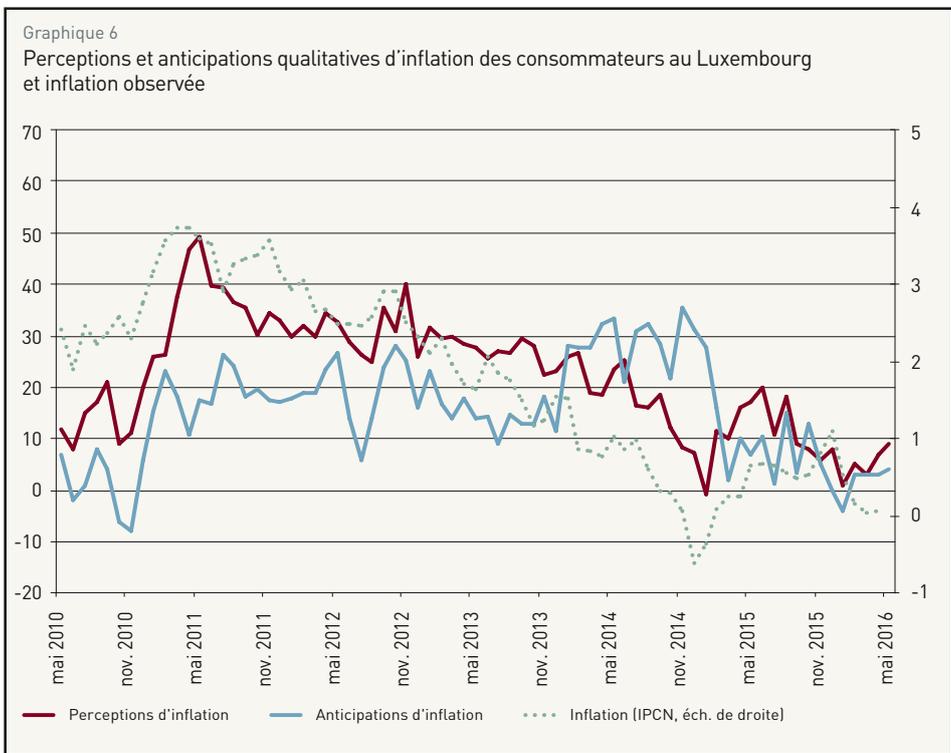
### 1.2.1 Les prix et les coûts

#### 1.2.1.1 Les prix à la consommation

Le taux de variation annuel de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) a reculé en 2015, pour la quatrième année consécutive. L'évolution de l'inflation au Luxembourg est ainsi en phase avec l'inflation de la zone euro. Cependant, avec une hausse de 0,5 % en 2015, le taux d'inflation de l'IPCN a été plus élevé que le taux d'inflation de 0,0 % de l'IPCH dans la zone euro. Ce différentiel d'inflation est en partie dû à la hausse de deux points de pourcentage (p.p.) des principaux taux de TVA qui ont ajouté approximativement un point de pourcentage à l'inflation au Luxembourg. Sans cette mesure, le taux



Source : STATEC



Sources : BCL et STATEC

d'inflation moyen de l'IPCN aurait été négatif et donc aussi plus bas que le taux d'inflation de l'IPCH dans la zone euro. En ce qui concerne l'IPCN du Luxembourg, le taux d'inflation moyen a été de 0,1 % en 2015.

Au début de l'année 2016, l'inflation a poursuivi son recul. Sur les quatre premiers mois de l'année, le taux d'inflation moyen n'a été que de 0,2 % (voir graphique 5). Ce repli est le résultat d'une inflation négative des prix de l'énergie et d'un recul de l'inflation des prix des autres biens et services. Les facteurs déterminants ont été l'évolution du prix du pétrole et la dissipation des effets liés à la hausse de la taxation indirecte en 2015 qui ont contribué à ralentir l'inflation globale. En faisant abstraction de ces deux effets, c'est-à-dire en considérant l'ensemble des prix mais en excluant les prix de l'énergie et en considérant la taxation indirecte constante, le taux d'inflation aurait en effet progressé au début de l'année 2016 par rapport à sa moyenne de 2015.

Comme signalé ci-dessus, l'inflation au Luxembourg est restée constamment plus élevée que dans la zone euro<sup>4</sup>. Au premier trimestre 2016, cet écart s'est chiffré à +0,2 p.p.. Par contre, par rapport aux pays limitrophes, le différentiel a exceptionnellement été négatif et ceci à concurrence de -0,2 p.p.. Les taux d'inflation en France et en Allemagne ont été légèrement inférieurs au taux au Luxembourg. Néanmoins, en Belgique, le taux d'inflation a été avec 1,5 % un des taux les plus élevés de la zone euro. Les différentiels du Luxembourg

4 L'indice des prix à la consommation national (IPCN) a été utilisé pour le Luxembourg, tandis que l'inflation dans la zone euro et les pays limitrophes a été mesurée par l'IPCH.

cumulés sur la période allant de l'introduction de l'euro en 1999 au premier trimestre 2016 ont atteint respectivement +10,2 p.p. par rapport aux pays limitrophes et +6,8 p.p. par rapport à la zone euro.

Selon l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs de la BCL<sup>5</sup>, les perceptions d'inflation se sont repliées depuis juin 2015 et se sont établies à un niveau très bas au début de l'année 2016 (voir graphique 6). Les anticipations d'inflation se sont stabilisées depuis mars 2015 et se sont également établies à un niveau relativement bas. Ces deux mouvements semblent logiques dans la mesure où les effets de la hausse des taux de TVA sur les prix à la consommation se dissipent et que le taux d'inflation global demeure à un niveau bas.

### 1.2.1.2 Les prix à la production industrielle

Alors que les prix à la production pour l'ensemble des produits industriels avaient été en hausse sur les deux derniers trimestres de 2014, ils ont amorcé un nouveau recul en 2015 en baissant de 1,1 %. Néanmoins, ce recul a été nettement moins important que celui observé sur l'ensemble de l'année 2014. Au premier trimestre 2015, les prix à la production pour l'ensemble des produits industriels ont amorcé un recul de 0,8 %. Tous les secteurs ont été concernés par cette baisse à l'exception des prix des biens de consommation. La baisse a continué lors du deuxième trimestre (-0,4 %), malgré une légère progression des prix des biens d'équipement et des prix des biens énergétiques stables. Au troisième trimestre, les prix de l'ensemble des produits industriels ont été quasiment stables, résultant d'une hausse des prix des biens d'équipement et des prix des biens de consommations et d'une baisse importante des prix des biens énergétiques. Le dernier trimestre de l'année 2015 a connu le plus important recul trimestriel de l'année (-1,2 %). Ce sont les prix des biens intermédiaires qui ont fortement baissé alors que les prix des autres biens sont restés relativement stables.

Lors du premier trimestre de 2016, les prix ont été en très légère hausse (0,2 %) suite à la forte progression des prix à la production des biens de consommation, alors que, en même temps, les prix à la production des biens intermédiaires et des biens énergétiques ont été orientés à la baisse et les prix des biens d'équipement ont été stables.

Tableau 3 :

#### Prix à la production industrielle

(en variation par rapport à la période précédente)

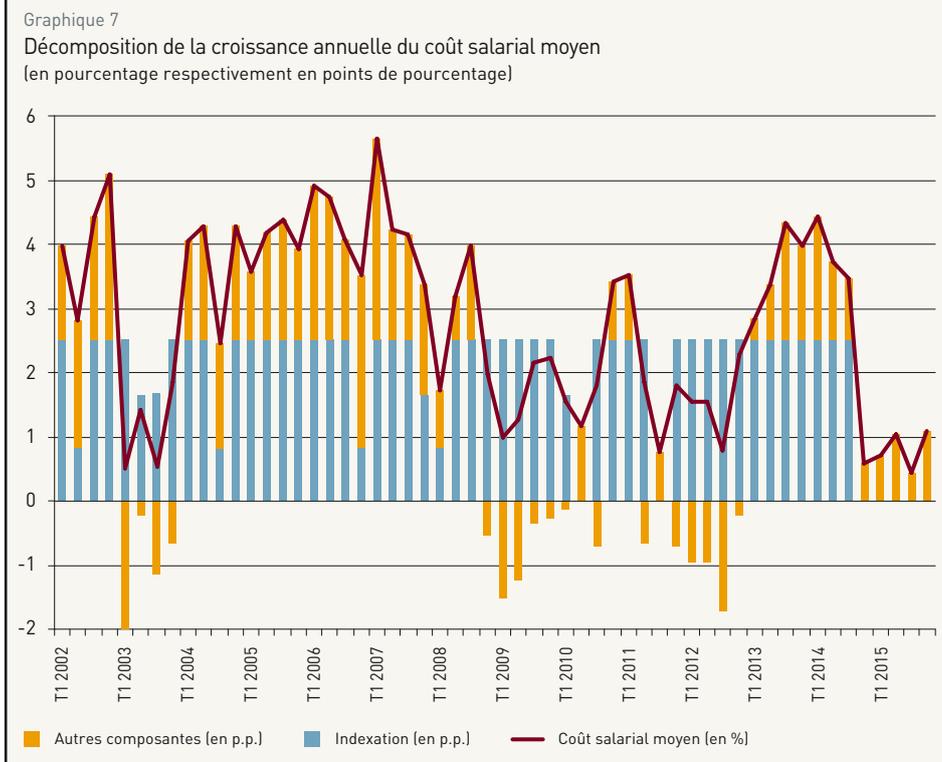
	2014	2015	2015-T1	2015-T2	2015-T3	2015-T4	2016-T1
Ensemble des produits industriels	-3,0	-1,1	-0,8	-0,4	-0,1	-1,2	0,2
Biens intermédiaires	-3,0	-1,0	-0,7	-0,7	-0,2	-2,2	-1,1
Biens d'équipement	0,1	-1,3	-2,0	0,3	0,9	0,2	0,0
Biens de consommation	0,5	0,6	1,7	-0,4	0,8	0,0	9,6
Biens énergétiques	-8,1	-2,7	-2,3	-0,1	-1,6	-0,1	-4,5

Source : STATEC, calculs BCL.

### 1.2.1.3 Les coûts salariaux

La plus récente estimation de la comptabilité nationale a fait état d'une progression annuelle du coût salarial moyen de 1,1 % au quatrième trimestre 2015, après une hausse de 0,4 % le trimestre précédent. Une analyse détaillée révèle que cette progression est entièrement imputable à la contribution des

<sup>5</sup> L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs effectuée au Luxembourg par la BCL s'inscrit dans le cadre du programme harmonisé des enquêtes de conjoncture dans l'Union européenne.



Source : Statec, calculs BCL

« autres composantes », qui incorporent les éléments « réels »<sup>6</sup>, telles que les primes et gratifications. L'apport de l'indexation des salaires a été nul depuis le dernier trimestre 2014, étant donné qu'aucune tranche indiciaire n'a été payée ni en 2014, ni en 2015.

Notons que l'indicateur de court terme calculé à partir des données administratives de la sécurité sociale a témoigné d'une progression plus forte de la rémunération par tête que celle retracée par les comptes nationaux. En effet, sur la base des fichiers mensuels de la sécurité sociale, le coût salarial moyen aurait progressé d'environ 1,4 % au cours du trimestre sous revue<sup>7</sup>. Rappelons néanmoins que les données issues de ces deux sources statistiques ne sont pas parfaitement comparables, en raison de l'existence de divergences d'ordre méthodologique<sup>8</sup>.

L'analyse sectorielle révèle que la progression du coût salarial moyen a été la plus dynamique dans le secteur « information et communication » (+3,7 % en rythme annuel au quatrième trimestre 2015), les « activités immobilières » (+2,1 %), le secteur primaire (+1,7 %) et le secteur public au sens large (+1,5 %). A noter également la hausse du coût salarial moyen de 1,2 % dans le secteur financier<sup>9</sup>. Au contraire, le coût salarial moyen s'est inscrit en baisse dans les services aux entreprises (-0,6 % en rythme annuel). En glissement trimestriel, le coût salarial moyen a progressé de 0,6 % au cours du trimestre sous revue. L'évolution trimestrielle du coût salarial moyen est très volatile et fortement influencée par divers facteurs à caractère irrégulier, tels que la distribution de primes et l'évolution du volume de travail.

6 Selon les données mensuelles de l'IGSS, la progression des « autres composantes » au quatrième trimestre 2015 s'expliquerait par la hausse des primes et gratifications distribuées et une très légère augmentation du volume de travail.

7 Notons par ailleurs que la première estimation des comptes nationaux annuels publiée en avril 2016 a fait état d'une progression du coût salarial moyen de 0,8 % en moyenne au cours de l'année 2015. Ce chiffre est inférieur à celui avancé par les données de la sécurité sociale qui indiquaient plutôt une progression de l'ordre de 1,4 % en 2015.

8 La comptabilité nationale est compilée à partir d'une multitude de sources administratives et statistiques et fait l'objet de divers retraitements. Dans ce cas particulier, la divergence pourrait (en partie du moins) s'expliquer par les indemnités de licenciement qui sont comptabilisées dans les frais de personnel des établissements de crédit mais ne sont pas nécessairement incluses dans les salaires (et leurs composantes) tels que recensés auprès de la sécurité sociale.

9 Il convient de mentionner que la progression du coût salarial moyen dans ce secteur est impactée par le versement d'indemnités de licenciement dans le cadre de plans sociaux dans le secteur bancaire. Rappelons que l'évolution salariale enregistrée dans le secteur bancaire en 2014 s'est expliquée en partie par un effet de base négatif, le coût salarial moyen ayant fortement augmenté tout au long de l'année 2013 sous l'effet déterminant du versement d'indemnités de licenciement. Selon le compte de profits et pertes des établissements de crédit, les frais de personnel par tête se sont inscrits en baisse de 0,9 % en 2014, après une progression de 8,0 % l'année précédente. Pour 2015, les comptes de profits et pertes révèlent une progression des frais de personnel par tête de 3,7 % sur l'ensemble de l'année. Au dernier trimestre 2015, ces frais se sont inscrits en hausse de 1,3 % en comparaison annuelle, en partie en raison d'un effet de base positif, les frais de personnel par tête ayant fortement diminué (de 10 %) au cours du dernier trimestre 2014.

Tableau 4 :

## Évolution du coût salarial moyen selon le secteur économique

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT				POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE			
	2015T1	2015T2	2015T3	2015T4	2015T1	2015T2	2015T3	2015T4
Secteur primaire	-0,7	1,1	0,8	0,6	-2,9	0,3	-0,3	1,7
Industrie, y compris énergie	1,9	-1,7	1,3	-1,3	2,8	-1,6	1,2	-0,0
Construction	-0,0	0,4	0,1	0,5	-2,1	1,5	0,4	0,9
Commerce; réparation d'automobiles et de motocycles; transports et entreposage; hébergement et restauration	-0,2	0,7	0,7	-0,1	0,4	0,6	1,4	1,2
Information et communication	1,3	0,9	0,6	1,1	1,8	3,3	1,9	3,7
Activités financières et d'assurance	2,0	0,3	-0,5	-0,6	-1,0	0,0	-1,5	1,2
Activités immobilières	2,4	-1,4	0,7	0,5	1,4	0,2	-1,2	2,1
Activités spécialisées, scientifiques et techniques; activités de services administratifs et de soutien	0,2	-0,4	0,0	-0,3	2,1	-0,0	-0,0	-0,6
Administration publique, défense, éducation, santé humaine et action sociale	0,4	2,1	-1,0	0,1	1,2	2,8	0,6	1,5
Arts, spectacles et activités récréatives; autres activités de services	1,2	0,9	-0,2	-0,2	0,9	1,9	0,6	1,4
Coût salarial moyen - économie totale	0,2	0,5	0,1	0,6	0,7	1,0	0,4	1,1

Remarque : les données trimestrielles sont ajustées pour les variations saisonnières.

Source : Statec, calculs BCL

En conclusion, la plus récente estimation des comptes nationaux a fait état d'une modération salariale, imputable à la dissipation de l'impact de l'indexation antérieure. La dynamique des salaires est donc exclusivement imputable à l'apport des « autres composantes » dites réelles. Ces estimations doivent cependant être considérées avec prudence, eu égard à leur caractère encore provisoire.

## 1.2.2 Le marché du travail

### 1.2.2.1 L'emploi

Les dernières informations confirment le repositionnement de l'emploi sur un sentier de croissance. Selon les données définitives disponibles, l'emploi salarié a progressé de 3,3 % en janvier 2016, en forte accélération par rapport au mois précédent. Selon des estimations, à interpréter donc avec prudence au regard de leur caractère provisoire, la progression de l'emploi aurait décéléré à 2,8 % en moyenne au cours des mois suivants.

Tableau 5 :

**Évolution de l'emploi et taux de chômage**

(en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente, respectivement en pourcentage de la population active)

	SALARIÉS FRONTALIERS ENTRANTS	EMPLOI SALARIÉ NATIONAL	EMPLOI SALARIÉ INTÉRIEUR	EMPLOI NON- SALARIÉ NATIONAL	EMPLOI NON- SALARIÉ INTÉRIEUR	EMPLOI TOTAL NATIONAL	EMPLOI TOTAL INTÉRIEUR	DEMANDES D'EMPLOI NON SATISFAITES	POPULATION ACTIVE	TAUX DE CHÔMAGE «STRICT» DÉSAISONNALISÉ
2012	2,1	2,6	2,5	1,2	1,9	2,4	2,4	10,9	2,9	6,1
2013	1,8	1,8	1,8	1,8	2,3	1,8	1,8	15,1	2,6	6,9
2014	2,7	2,1	2,5	2,7	3,0	2,2	2,5	6,5	2,5	7,1
2015	3,3	1,9	2,6	1,1	1,7	1,8	2,5	-2,6	1,5	6,9
2015 T1	2,5	2,0	2,3	1,3	1,9	1,9	2,3	-0,9	1,7	7,0
2015 T2	3,3	1,9	2,6	0,9	1,6	1,8	2,5	-2,7	1,5	6,9
2015 T3	3,5	1,9	2,7	1,2	1,8	1,8	2,6	-3,6	1,4	6,8
2015 T4	3,7	1,9	2,8	1,1	1,7	1,8	2,7	-3,1	1,5	6,7
2016 T1	4,1	1,9	3,0	1,1	1,7	1,8	2,9	-5,3	1,3	6,5
avr. 15	2,9	1,9	2,4	1,4	2,0	1,9	2,4	-1,8	1,6	6,9
mai 15	3,5	1,9	2,7	0,6	1,2	1,8	2,6	-3,3	1,5	6,9
juin 15	3,4	1,8	2,6	0,8	1,4	1,8	2,5	-3,1	1,4	6,9
juil. 15	3,6	1,8	2,7	1,0	1,6	1,7	2,6	-3,1	1,4	6,9
août 15	3,2	1,8	2,5	1,5	2,0	1,7	2,4	-2,4	1,4	6,9
sep. 15	3,8	2,0	2,9	1,1	1,7	1,9	2,8	-5,2	1,4	6,7
oct. 15	4,0	2,1	3,0	0,8	1,5	2,0	2,9	-3,3	1,6	6,7
nov. 15	3,5	1,8	2,6	1,2	1,8	1,7	2,6	-3,5	1,4	6,7
déc. 15	3,5	1,9	2,7	1,2	1,8	1,8	2,6	-2,6	1,5	6,7
jan. 16	4,5	2,1	3,3	0,9	1,6	2,0	3,2	-5,7	1,5	6,5
fév. 16	4,0	1,8	2,8	1,2	1,8	1,8	2,8	-6,0	1,2	6,5
mars 16	4,0	1,8	2,8	1,1	1,7	1,8	2,8	-4,1	1,4	6,5
avr. 16	4,0	1,9	2,9	1,1	1,7	1,8	2,8	-3,9	1,4	6,6

Remarque : les données relatives aux mois de février à avril 2016 sont des estimations.

Source : ADEM, IGSS, STATEC (comptes nationaux) et calculs BCL

L'emploi frontalier, qui est davantage sensible aux fluctuations cycliques en raison de sa répartition sectorielle, a poursuivi son redressement. Selon les données définitives, l'écart de croissance par rapport à l'emploi résident s'est établi à +2,4 points de pourcentage (p.p.) en janvier 2016, après +1,7 p.p. en moyenne au cours du deuxième semestre 2015. En dépit du dynamisme accru observé du côté de l'emploi frontalier, l'emploi national a continué de croître à concurrence de 2,1 %, soit à un rythme légèrement supérieur à sa moyenne historique d'avant-crise<sup>10</sup>.

Le redressement de l'emploi non résident témoigne d'un regain d'activité dans certaines branches de l'économie et trouve son reflet du côté du travail intérimaire, traditionnellement caractérisé par une surreprésentation de salariés frontaliers. Le nombre de travailleurs intérimaires et leur volume de travail ont progressé de respectivement 15 % et 2 % au deuxième semestre 2015 en base annuelle (essentiellement dans les branches de la construction et de l'industrie)<sup>11</sup>. L'analyse sectorielle, telle

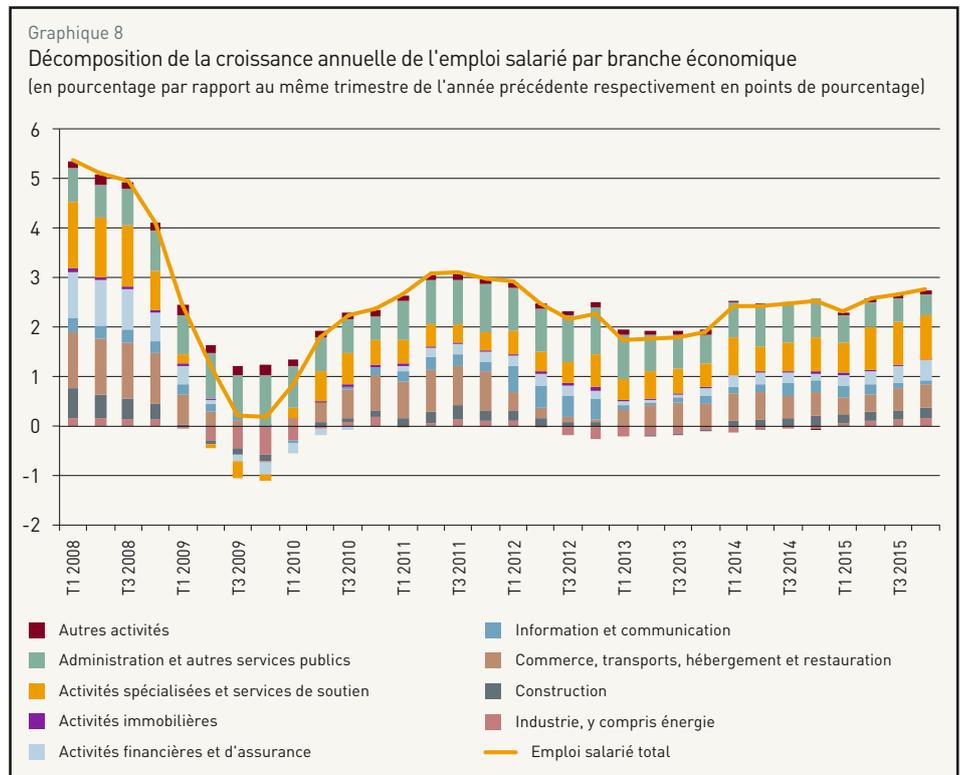
10 La croissance annuelle moyenne de l'emploi salarié national s'est établie à 1,9 % en moyenne au cours de la période janvier 1996 – août 2008.

11 La différence entre la progression du nombre de travailleurs intérimaires et celle du volume de travail traduit une baisse du nombre d'heures travaillées par tête (c'est-à-dire une hausse du recours au temps partiel). Rappelons que l'évolution de l'emploi intérimaire est souvent interprétée, compte tenu de son rôle de facteur d'ajustement, comme un signe précurseur de l'évolution future de l'emploi. En effet, face à une incertitude toujours importante, les entreprises sont (dans un premier temps) susceptibles de recourir davantage au travail intérimaire plutôt que d'opter pour des embauches définitives.

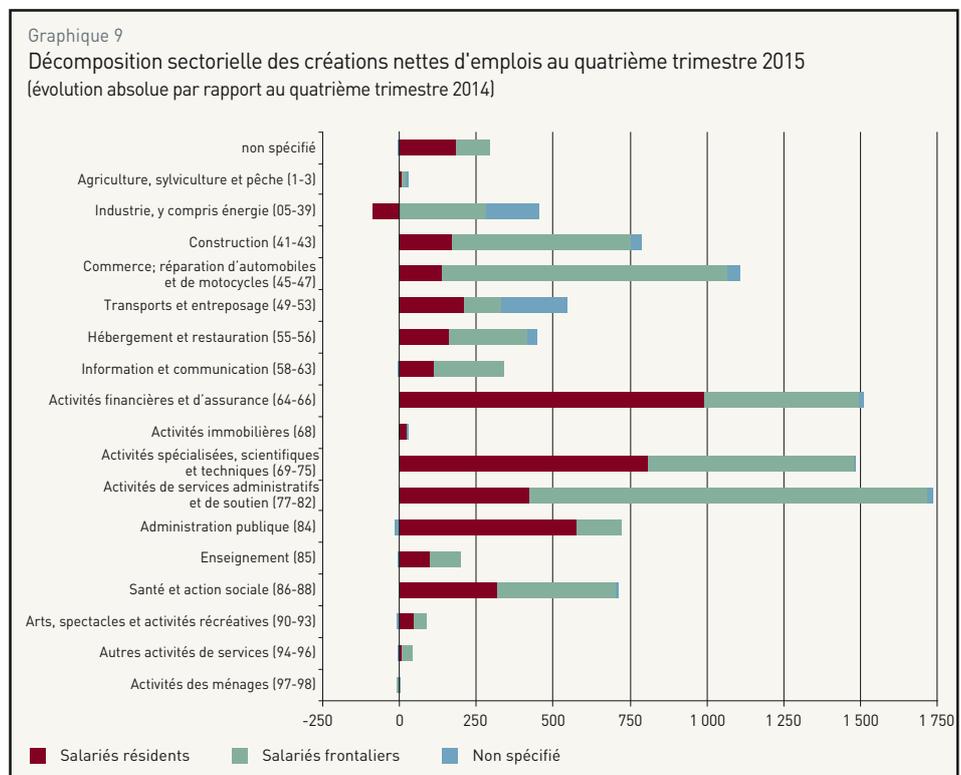
que retracée par la comptabilité nationale, a révélé qu'au dernier trimestre 2015 la progression annuelle de l'emploi salarié (2,8 % au total) a reposé essentiellement sur les services aux entreprises, les branches « commerce, transports et horeca » et le secteur public au sens large (y compris la santé et l'éducation). Il convient aussi de noter la poursuite du redressement de l'emploi dans l'industrie et dans les établissements de crédit.

Les données mensuelles issues de la base de données de l'Inspection générale de la sécurité sociale (IGSS) permettent d'affiner la décomposition de l'emploi par branche économique et lieu de résidence<sup>12</sup>. Entre les quatrième trimestres 2014 et 2015, l'économie luxembourgeoise a ainsi créé près de 10 500 emplois. Selon ces données, trois secteurs se démarquent en tant que principaux moteurs de croissance de l'emploi au Luxembourg. Il s'agit en premier lieu des services aux entreprises (branches 69 à 82 de la nomenclature européenne, qui incluent le travail intérimaire), avec environ 3 200 emplois créés, principalement pourvus par des non résidents. En second lieu, il s'agit du secteur commercial au sens large (y compris transports et horeca), avec environ 2 100 emplois créés en un an et dont

12 Bien que les comptes nationaux se basent sur les données administratives de l'IGSS, les données de la comptabilité nationale font l'objet de divers retraitements et excluent certaines catégories de travailleurs (par exemple les résidents qui exercent leur activité sur un autre territoire économique ou encore les nationaux membres des équipages de bateaux de pêche). Par conséquent, les données issues de ces deux sources ne sont pas parfaitement comparables entre elles et sont susceptibles de diverger selon la source utilisée.

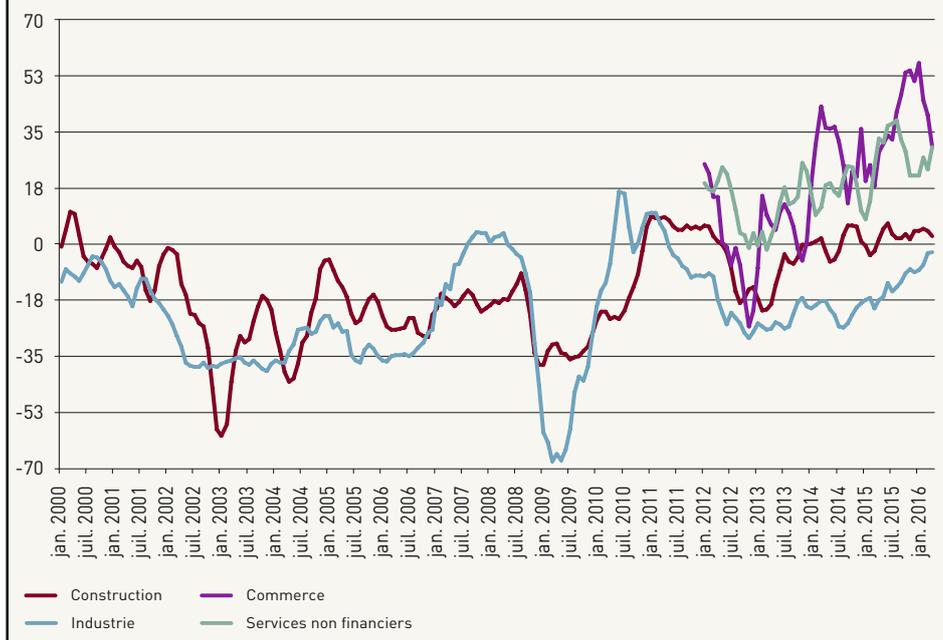


Source : STATEC (comptes nationaux), calculs BCL



Remarque : les branches économiques sont classées selon la Nomenclature statistique des Activités économiques dans la Communauté Européenne, NACE Rév. 2.  
Source : ADEM, EUROSTAT, calculs BCL

Graphique 10  
Perspectives d'évolution de l'emploi selon le secteur économique  
(moyennes mobiles centrées de trois mois des soldes des enquêtes)



Source : EUROSTAT, STATEC, calculs BCL

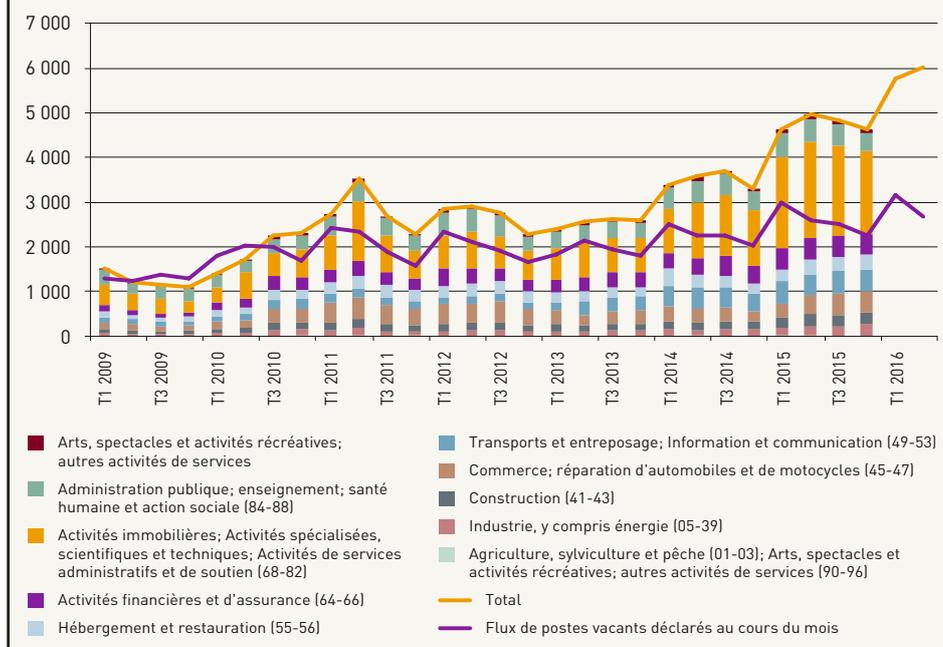
l'essentiel a bénéficié aux salariés frontaliers. En dernier lieu, il s'agit du secteur public au sens large (y compris les sous-secteurs de la santé et de l'éducation), avec plus de 1 600 emplois créés, principalement pourvus par des résidents. Il convient aussi de mentionner la forte création d'emplois dans le secteur financier, qui s'explique principalement par l'augmentation de l'emploi dans les activités autres que bancaires au sens strict et en particulier auprès des autres professionnels du secteur financier.

Au niveau de la marge intensive du travail, la comptabilité nationale a fait état d'une légère diminution de la durée moyenne du travail au deuxième semestre 2015, malgré le redressement des heures supplémentaires et le recours moins important au chômage partiel. Le recul du volume de travail moyen s'expliquerait, en partie du moins, par une hausse du travail à temps partiel.

Dans une optique prospective, les perspectives d'évolution de l'emploi – telles qu'esquissées par les enquêtes de conjoncture – révèlent des anticipations encore favorables dans le commerce, les services (non financiers) et, dans une moindre mesure, la construction. Par ailleurs, tout en demeurant négatives, les anticipations d'évolution de l'emploi dans l'industrie affichent un redressement progressif.

Dans ce contexte, la hausse de la demande de travail – telle que mesurée par les offres d'emplois non satisfaites déclarées auprès de l'Agence pour le développement de l'emploi (ADEM) – s'est établie à plus de 5 800 en

Graphique 11  
Décomposition sectorielle des offres d'emploi non satisfaites  
(en nombre)



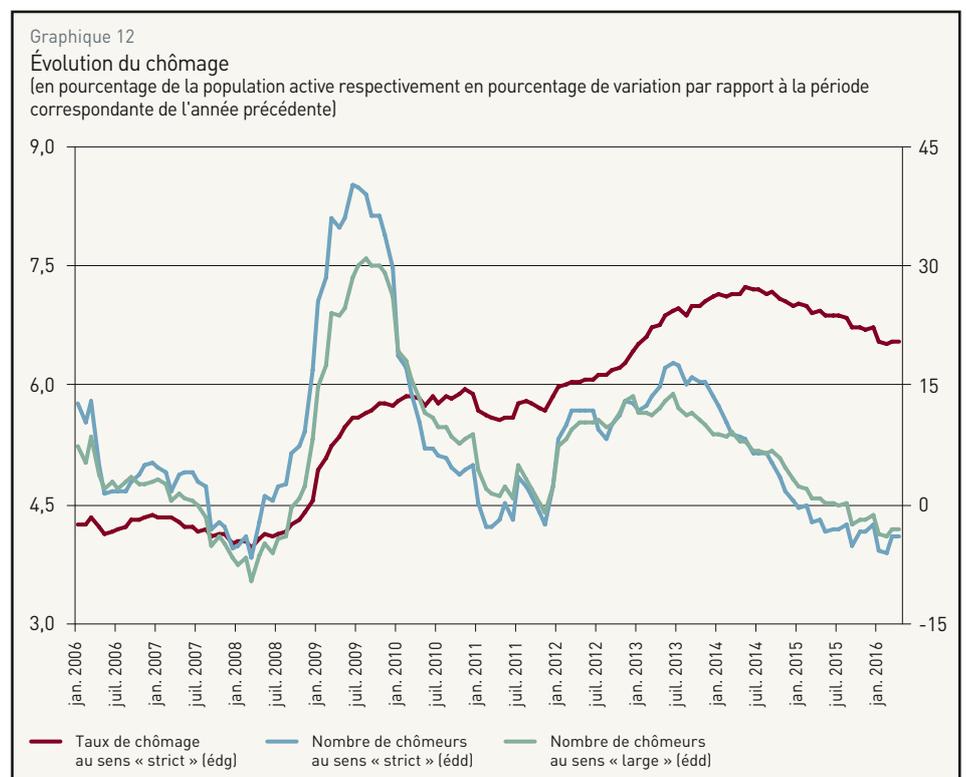
Remarque : Rupture de série au premier trimestre 2009 en raison de changements introduits dans la nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne (NACE). Les branches économiques sont en effet classées selon la Nomenclature, NACE Rév. 2. La décomposition sectorielle des offres d'emploi non satisfaites n'était pas encore disponible à la date de rédaction de ce bulletin en ce qui concerne le premier et deuxième trimestres 2016. Par ailleurs, les données relatives au deuxième trimestre 2016 font uniquement référence au mois d'avril 2016. Sources : ADEM, EUROSTAT, calculs BCL

moyenne au cours des quatre premiers mois de l'année courante, soit une hausse de 21,7 % par rapport à la période correspondante de 2015. Le taux d'emplois vacants, qui mesure la proportion de postes à pourvoir, demeure donc largement au-dessus de sa moyenne historique d'avant-crise. Le nombre de postes vacants déclarés auprès de l'ADEM (flux) s'est établi à plus de 3 000 en moyenne au cours des mois de janvier à avril 2016, en hausse de 6,5 % en base annuelle. Au niveau sectoriel, les données les plus récentes indiquent qu'au quatrième trimestre 2015, 40,2 % des offres d'emplois provenaient des services aux entreprises et activités immobilières, qui incluent entre autres le travail intérimaire, les activités juridiques et comptables ou encore les services de conseil; ont suivi le commerce (10,6 %), les transports (10,1 %), le secteur financier (9,7 %) et le secteur public au sens large (8,5 %). L'horeca, l'industrie et la construction ont contribué pour leurs parts avec respectivement 7,8 %, 5,8 % et 5,2 % aux postes vacants.

### 1.2.2.2 Le chômage

L'embellie de l'emploi a commencé à se répercuter favorablement du côté du chômage. Le taux de chômage au sens « strict » s'est certes établi à 6,6 % en avril 2016, un taux en légère hausse par rapport à celui observé au cours des trois mois précédents, mais en baisse par rapport au taux observé au cours du même mois de l'année précédente (-0,3 p.p.). Le nombre de demandeurs d'emploi disponibles a poursuivi son retrait en avril 2016 (-3,9 % en glissement annuel, soit l'équivalent de près de 700 chômeurs en moins en une année).

La trajectoire ascendante observée tout au long des années 2014 et 2015 au niveau des mesures pour l'emploi s'est poursuivie en début d'année courante. Sur les quatre premiers mois de 2016, (une moyenne de) près de 5 500 demandeurs d'emplois ont bénéficié d'une mesure de soutien à l'emploi, soit 1,4 % de plus qu'il y a un an<sup>13</sup>. Cette hausse est essentiellement imputable aux mesures de formation, aux contrats appui-emploi destinés aux jeunes chômeurs ainsi qu'aux mesures fournies par des associations sans but lucratif destinées aux demandeurs d'emploi indemnisés. Cependant, même en tenant compte des demandeurs d'emploi ayant bénéficié d'une mesure d'activation, on constate que le nombre de chômeurs au sens « large » s'est positionné sur une

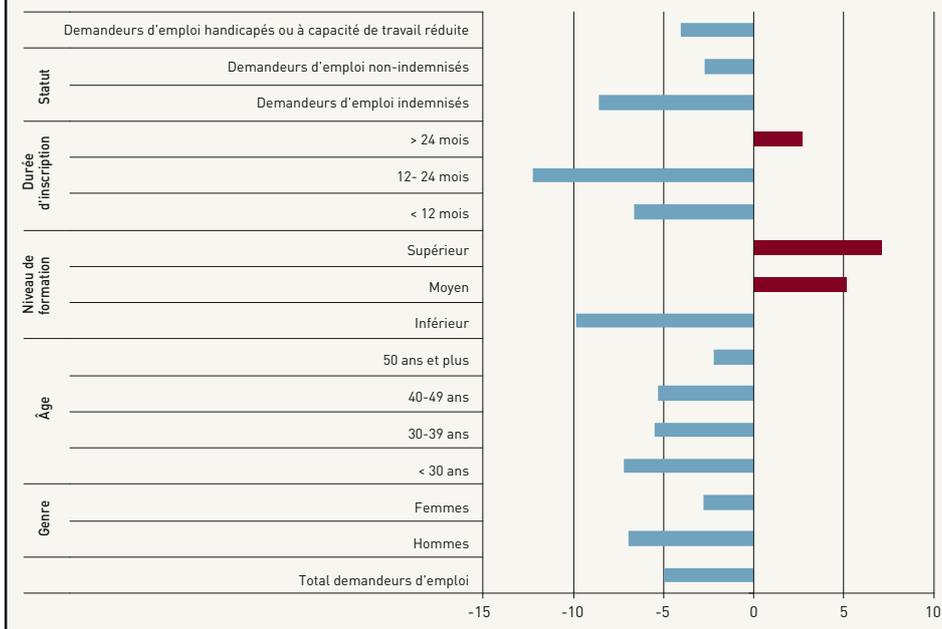


Source : ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

13 Rappelons à cet égard la mise en place, en juin 2014, de la garantie « jeunesse », assurant aux jeunes âgés de moins de 25 ans de se voir offrir un emploi, un apprentissage, une formation continue ou un stage endéans les quatre mois suivant leur sortie du système scolaire. À noter par ailleurs l'introduction, en janvier 2016, de deux nouvelles mesures de soutien à l'emploi : le « Contrat de réinsertion-emploi » qui alterne formation pratique et formation théorique et le « Stage de professionnalisation ». Ces deux mesures ont été spécialement conçues pour les demandeurs d'emploi âgés de 45 ans ou plus, les salariés à capacité de travail réduite et les salariés handicapés. Elles ont remplacé le « Stage de réinsertion professionnelle » qui n'existe plus depuis janvier 2016.

Graphique 13

Évolution du nombre de chômeurs selon leur caractéristiques  
(variation de pourcentage par rapport aux quatre premiers mois de l'année 2015)



Source : ADEM, calculs BCL

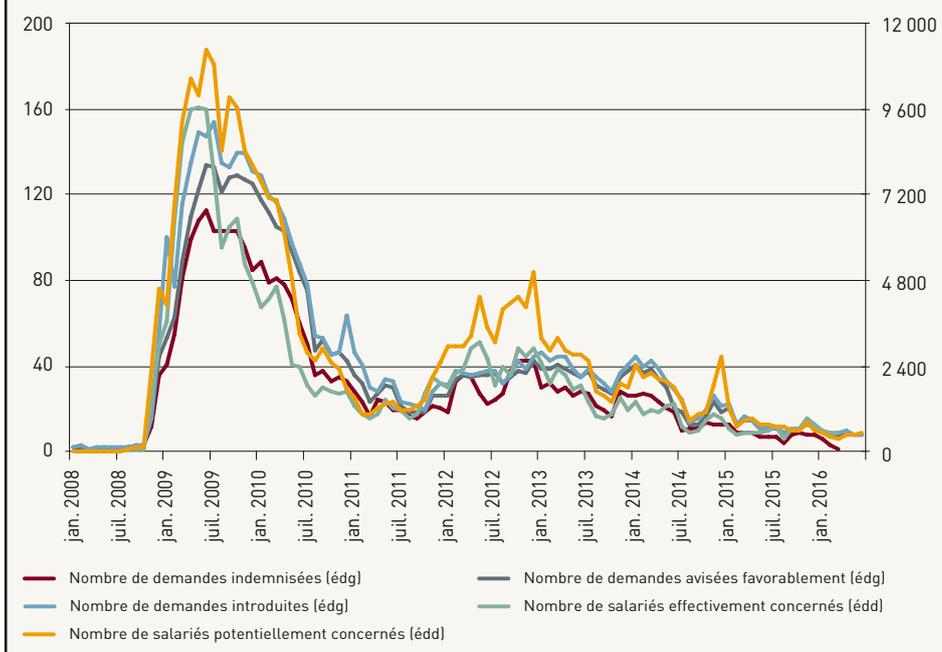
trajectoire descendante depuis le mois de septembre 2015<sup>14</sup>.

Une analyse détaillée révèle, par ailleurs, qu'au cours des quatre premiers mois de l'année en cours et en glissement annuel, la baisse du chômage au sens « strict » a bénéficié à presque toutes les catégories de demandeurs d'emploi. On remarque en particulier une diminution d'environ 10 % du nombre de chômeurs peu qualifiés, qui s'explique, en partie du moins, par la hausse du nombre de recrutements de travailleurs intérimaires et la reprise de l'emploi dans la construction et l'industrie. Au contraire, les chômeurs moyennement ou hautement qualifiés ont vu leur nombre augmenter en un an. A noter également le recul du nombre de chômeurs souffrant d'une incapacité partielle de travail ou d'un handicap, un nombre qui n'avait cessé d'augmenter depuis près de quinze ans. De plus, alors que le nombre de demandeurs d'emploi au chômage depuis respectivement moins de 12 mois et entre 12 et 24 mois a sensiblement diminué en une année, le chômage de très longue durée (> 24 mois) a poursuivi sa tendance ascendante.

Les effets positifs de la reprise conjoncturelle ont été également perceptibles du côté du chômage partiel, qui après une hausse temporaire vers le tournant de l'année, s'est à nouveau orienté à la baisse. Ainsi, le nombre de salariés travaillant potentiellement à horaire réduit s'établirait à environ 446 en moyenne (chaque mois) au cours des six premiers

Graphique 14

Évolution du chômage partiel



Remarque : les données relatives au nombre de demandes indemnisées et au nombre de salariés effectivement concernés demeurent provisoires pour l'année 2016.  
Source : Comité de conjoncture

14 Il convient par ailleurs de noter que la récente hausse du chômage au sens « strict » observée au mois d'avril 2016 s'explique par une légère baisse du nombre de demandeurs d'emploi dans une mesure au cours dudit mois.

mois de 2016, soit en réduction de près de la moitié sur une année. Il s'agit des niveaux les plus faibles observés depuis fin 2008. Les données relatives au nombre de salariés travaillant effectivement à horaire réduit ont montré une légère hausse en fin d'année 2015. Pour 2016, les données demeurent encore provisoires, mais leur évolution suggère une baisse du nombre de salariés en chômage partiel par rapport au deuxième semestre 2015 (et une stabilisation par rapport au 1<sup>er</sup> semestre 2015).

### 1.2.3 Les activités sectorielles

#### 1.2.3.1 L'industrie et la construction

En 2015, la production industrielle a progressé de 1,1 %. Elle a été pénalisée par l'industrie sidérurgique dont la production a reculé de 14,9 % sur l'ensemble de l'année. Dans une moindre mesure, la production de biens intermédiaires a reculé de 2,3 % et celle de biens énergétiques de 2,2 %. Cette décomposition sectorielle se retrouve également au niveau trimestriel puisque seules ces trois catégories de biens ont connu une baisse au cours des différents trimestres de 2015. Notons la forte variabilité de la production de biens énergétiques, laquelle a progressé très fortement au premier trimestre avant de reculer de manière encore plus marquée au dernier trimestre.

Alors qu'elle était en hausse depuis le troisième trimestre de 2013, la production industrielle a reculé lors du premier trimestre de 2016. Elle a été pénalisée par la baisse de la production de biens énergétiques et de biens d'équipement. La production de biens intermédiaires a progressé, la production sidérurgique a quant à elle reculé.

Tableau 6 :

#### Indicateurs relatifs à l'industrie

(en taux de variation annuel)

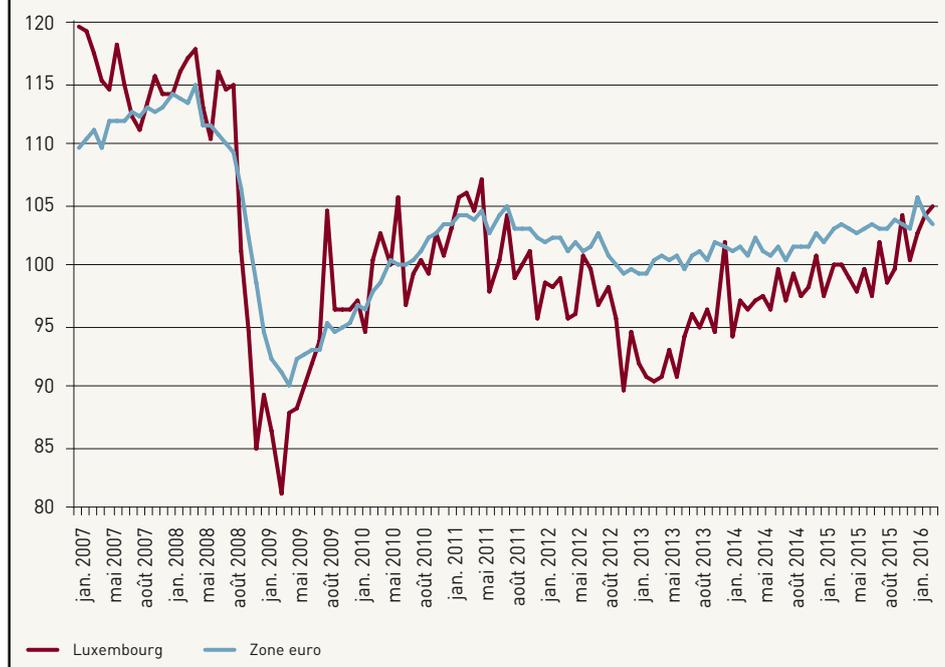
	2014	2015	2015-T1	2015-T2	2015-T3	2015-T4	2016-T1
Total Industrie	4,4	1,1	1,9	1,7	0,1	0,9	-1,8
Industrie sidérurgique	12,3	-14,9	-3,2	-19,0	-24,8	-13,4	-2,9
Total industrie hors sidérurgie	3,0	2,5	2,3	3,5	2,2	2,0	-2,5
Biens intermédiaires	7,0	-2,3	-1,3	-2,3	-5,1	-0,5	3,1
Biens d'équipement	4,8	5,5	0,9	8,7	6,5	6,0	-5,1
Biens de consommation	-0,7	5,3	6,0	4,6	4,2	6,2	1,1
Biens énergétiques	2,2	-2,2	12,8	-1,7	2,1	-19,7	-28,4

Source : STATEC, calculs BCL.

Depuis fin 2008, la production industrielle dans l'ensemble de la zone euro a été caractérisée par une forte baisse. Ce recul a été plus marqué au Luxembourg, qui a connu un décrochage par rapport à la zone euro depuis le milieu de l'année 2010. Toutefois, en 2013, alors que la production industrielle de la zone euro connaissait une certaine stabilisation, la progression de la production industrielle au Luxembourg a permis une nette réduction du différentiel existant entre la zone euro et le Luxembourg. Cette réduction du différentiel s'est poursuivie par la suite, de sorte qu'en mars 2016 l'indicateur de la production industrielle au Luxembourg a dépassé celui de la zone euro.

Selon l'enquête mensuelle de conjoncture du mois de mai 2016, l'indicateur de confiance dans l'industrie a reculé, passant de -4,3 en avril à -9,6. Notons néanmoins que par rapport au chiffre de -27,5 en février 2016, il se situe toujours à un niveau relativement élevé par rapport aux mois précédents. La tendance récente de la production a été stable par rapport au mois précédent. Les perspectives d'évolution de la production ont en revanche été en forte baisse. Le nombre de sondés anticipant une hausse de la production est passé de 50 % à 29 %, alors que dans le même temps on a observé une augmentation de

Graphique 15  
Production de l'ensemble de l'industrie à l'exception de la construction (indice 2010=100),  
corrige pour les variations saisonnières



Source : Eurostat, calculs BCL

étaient plus que suffisantes. Les entrées de commande ont, quant à elles, été en hausse.

Sur l'ensemble de l'année 2015, la production et le nombre d'heures travaillées dans la **construction** ont été en recul de respectivement 1,1 % et 0,3 %.

Le premier trimestre a été le plus défavorable, la production baissant de 3,3 % et les heures travaillées reculant de 2,8 %. Au deuxième trimestre, la production a continué de baisser mais de manière moins marquée alors que le nombre d'heures travaillées a été quasiment stable. Le troisième trimestre a confirmé cette tendance, la production diminuant, mais dans une moindre mesure, et le nombre d'heures travaillées étant en très légère hausse. Le dernier trimestre a quant à lui été plus positif, avec un nombre d'heures travaillées en nette progression et une production en amélioration modérée. Le premier trimestre de 2016 a confirmé l'embellie amorcée fin 2015 puisque aussi bien les heures travaillées que la production ont progressé, et ce de manière plus marquée qu'au trimestre précédent.

Alors que le nombre total de permis de bâtir accordés avait connu une très forte progression en 2014 (+75 %), les données du premier trimestre de 2015 ont fait état d'un important recul (-35 %). Le deuxième trimestre a en revanche été positif alors que le troisième et le quatrième trimestre ont à nouveau été marqués par une forte baisse. La hausse observée en 2014 était attendue en vue de la fin des avantages fiscaux pour les résidences secondaires qui a pris effet au 1<sup>er</sup> janvier 2015. Le secteur de la construction bénéficie en effet d'une mesure transitoire permettant d'appliquer le taux super-réduit de 3 % jusqu'au 31 décembre 2016, sous condition qu'une demande d'application de ce taux ait été introduite avant le 1<sup>er</sup> janvier 2015. Le quatrième trimestre de 2014 avait notamment connu une hausse spectaculaire de 163 % par rapport au trimestre correspondant de l'année 2013. Les effets de l'augmentation de ce nombre de permis de bâtir accordés ne se sont pas encore fait ressentir dans l'activité de la construction en 2015 qui a été globalement en recul.

même ampleur du nombre de répondants entrevoyant une baisse de celle-ci. L'état du carnet de commande total a été quant à lui relativement stable, tout comme les stocks et les perspectives d'évolution de l'emploi. Les réponses fournies aux questions trimestrielles posées en avril 2016, par rapport à celles du mois de janvier 2016, ont montré des évolutions mitigées. Alors que moins de répondants ont estimé qu'aucun facteur ne limitait la production, ils étaient en revanche moins nombreux à citer l'insuffisance de la demande comme facteur limitant l'activité. Ils ont, par contre, été beaucoup plus nombreux à citer l'insuffisance d'équipement comme entrave l'activité. Le degré d'utilisation des capacités de production est en effet passé de 72 % à 76 %, mais paradoxalement plus de sondés ont jugé que les capacités de production

Tableau 7 :

**Indicateurs relatifs au secteur de la construction**

(en taux de variation annuel)

	2014	2015	2015-T1	2015-T2	2015-T3	2015-T4	2016-T1
Production par jour ouvrable (pjo) - Total	3,2	-1,2	-3,1	-1,0	-0,8	0,3	1,0
Heures travaillées	3,6	-0,3	-2,8	-0,2	0,2	1,6	2,6
Permis de bâtir	75,2	-37,4	-34,9	6,2	-38,1	-53,0	

Source : STATEC, calculs BCL.

Selon l'enquête de conjoncture de mai 2016, l'indicateur de confiance a nettement reculé dans la construction, en passant de 9,8 en avril à 2,8. Par rapport au mois d'avril, plus de répondants ont vu l'activité respectivement en hausse et stable. Ils ont également été un peu moins nombreux à estimer qu'aucun facteur ne limitait la production et un peu plus nombreux à citer l'insuffisance de la demande et les contraintes financières comme facteur limitant la production. Néanmoins, l'état du carnet de commande était orienté à la baisse par rapport à avril, tout comme les perspectives d'emplois qui ont diminué nettement.

1.2.3.2 Le secteur financier

1.2.3.2.1 Les établissements de crédits

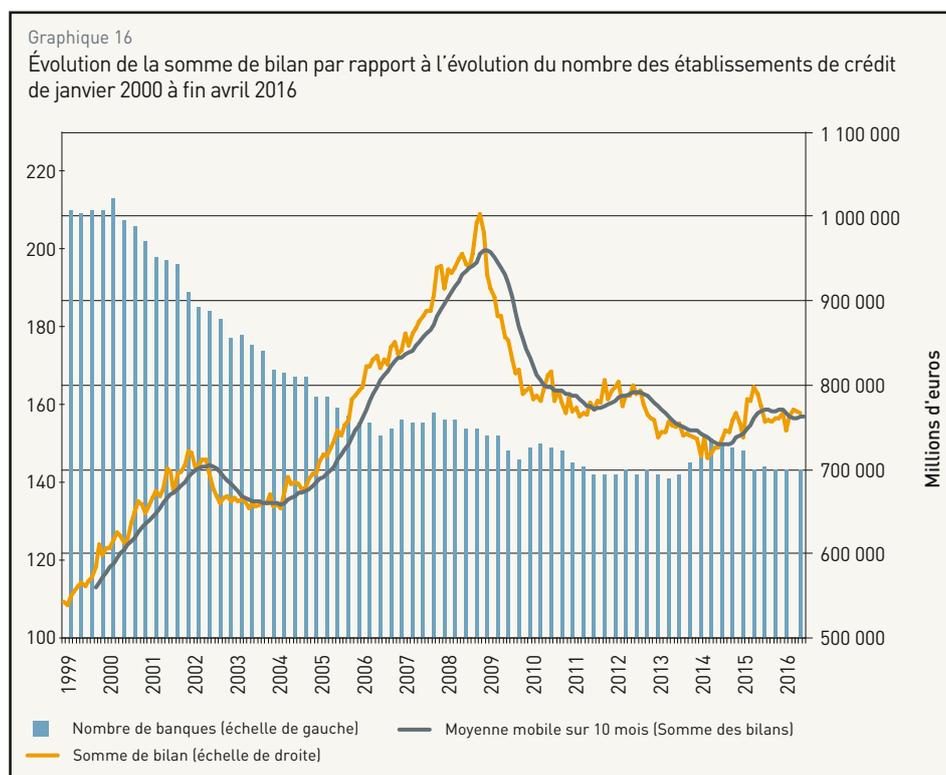
**L'évolution de l'effectif dans les établissements de crédits**

L'effectif dans les établissements de crédit du Luxembourg s'est élevé à 26 136 personnes fin mars 2016, soit une hausse de 454 emplois en un an. En comparaison trimestrielle, le nombre d'employés a augmenté de 239 par rapport au 31 décembre 2015.

La hausse du nombre d'emplois dans les établissements de crédit entre mars 2015 et mars 2016 a été le résultat d'évolutions contrastées. Dans le détail, 69 établissements de crédit ont augmenté leur effectif, tandis que 46 autres l'ont diminué, l'effet net cumulé sur la période ayant été positif.

**Évolution du nombre d'établissements de crédit**

Le nombre d'établissements de crédit inscrits sur la liste officielle s'est élevé à 143 unités au 30 avril 2016, soit le même nombre qu'au mois d'avril 2015. Les banques allemandes ont continué à dominer le paysage bancaire de la place financière avec 26 unités



Source : BCL

présentes. On a également dénombré 15 banques françaises, 11 banques suisses, 10 banques italiennes, 10 banques chinoises et cinq banques luxembourgeoises.

### **Le bilan des établissements de crédit**

Au 30 avril 2016, l'activité bancaire, mesurée par la somme des bilans de l'ensemble des banques présentes sur le territoire luxembourgeois, s'est élevée à 766,8 milliards d'euros. Le total bilantaire a enregistré une baisse annuelle cumulée de 22,5 milliards d'euros, soit 2,9 %, par rapport au 30 avril 2015.

### **Évolution des principaux postes de l'actif**

Les créances interbancaires ont représenté environ la moitié (49 %) du total de l'actif fin avril 2016. Ces créances ont diminué de 23,7 milliards d'euros pour porter l'encours à 378,5 milliards d'euros, soit une baisse de 5,9 % en glissement annuel.

Les établissements de crédit luxembourgeois ont augmenté leurs dépôts auprès de la BCL de 30,8 milliards d'euros en rythme annuel pour atteindre un montant de 59 milliards d'euros fin avril 2016. Pour la période de constitution des réserves obligatoires prenant fin le 26 avril 2016, le montant de ces réserves a été de 4,3 milliards d'euros auxquelles s'ajoutent des réserves excédentaires de 29,4 milliards d'euros. Tant les réserves excédentaires que les montants placés à la facilité de dépôt ont augmenté sur un an et ce malgré le fait que le taux d'intérêt appliqué ait été négatif sur cette même période.

Les créances sur la clientèle non bancaire ont augmenté de 12,1 milliards d'euros en glissement annuel, soit une hausse de 6,3 %, pour atteindre un encours de 206,1 milliards d'euros fin avril 2016. Une légère baisse de 1 % a été enregistrée par rapport au mois de mars 2016. Entre avril 2015 et avril 2016, les banques de la place ont augmenté l'octroi de crédits aux entreprises non financières résidant dans les pays membres de la zone euro à concurrence de 13,7 milliards d'euros, soit un accroissement de 27,2 %. Néanmoins, cette hausse est partiellement induite par une reclassification de certaines opérations du secteur des autres intermédiaires financiers (AIF) vers le secteur des sociétés non financières (SNF). En neutralisant cette reclassification, la hausse effective du crédit envers les SNF de la zone euro serait de 8,9 milliards d'euros, soit une hausse de 17,7 % sur douze mois. Le crédit immobilier aux ménages luxembourgeois ainsi qu'aux institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLM) a augmenté de 1,4 milliard d'euros sur douze mois, soit une hausse de 6,1 %.

Le portefeuille de titres financiers détenus à l'actif a diminué de 7,8 milliards d'euros par rapport à son niveau de l'année précédente pour atteindre un montant de 157,9 milliards d'euros fin avril 2016, soit une baisse de 4,7 %. Ce portefeuille a représenté 20,6 % du total de l'actif en fin de période et se composait à 92,1 % de titres de créances à revenus fixes et à 7,9 % de titres à revenus variables comprenant des actions, participations et parts d'OPC monétaires. Fin avril 2016, le portefeuille obligataire a atteint un montant de 145,5 milliards d'euros, ce qui correspond à une baisse nominale de 3,7 milliards d'euros ou de 2,5 % en rythme annuel. Ces titres étant portés à l'actif à leur juste valeur, il convient de distinguer les effets de valorisation et les transactions afin de mieux expliquer cette évolution. Ces effets de valorisation ont été défavorables et se sont élevés à -3,1 milliards d'euros, dont -2,4 milliards d'euros dus aux effets de prix et -755 millions d'euros dus aux effets de change. Par ailleurs, les établissements de crédit ont réalisé des ventes de titres à hauteur de 562,4 millions d'euros entre avril 2015 et avril 2016. À noter que le portefeuille de titres à revenus variables a baissé de 4,1 milliards d'euros sur cette même période.

Enfin, l'encours des autres actifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a diminué de 3,1 milliards d'euros en rythme annuel pour s'établir à 24,3 milliards d'euros fin avril 2016, soit 3,2 % de l'actif.

Tableau 8 :

**Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan et leur évolution**

(en millions d'euros, données brutes, encours en fin de période)

ACTIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>1)</sup>
	04-2015	03-2016	04-2016	04-2015 - 04-2016		03-2016 - 04-2016		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Créances interbancaires	402 194	377 397	378 457	-23 737	-5,9	1 060	0,3	49,4
Créances sur la clientèle	193 967	208 120	206 109	12 142	6,3	-2 011	-1,0	26,9
Portefeuille titres	165 766	157 677	157 939	-7 827	-4,7	262	0,2	20,6
Autres actifs	27 378	25 028	24 270	-3 108	-11,4	- 758	-3,0	3,2
Total de l'actif	789 305	768 222	766 775	-22 530	-2,9	-1 447	-0,2	100,0

<sup>1)</sup> Poids relatif par rapport au total des actifs

Source : BCL

**Évolution des principaux postes du passif**

Le financement interbancaire a diminué de 14,8 milliards d'euros sur une année pour atteindre un encours de 285,6 milliards d'euros fin avril 2016. A titre informatif, le concours de la BCL aux établissements de crédit a augmenté de 430 millions d'euros sur la même période, alors que les dettes envers les autres établissements de crédit ont diminué de 15,3 milliards sur un an. Le solde interbancaire, à l'exclusion des activités auprès de la BCL, a constitué un excédent net d'avoirs interbancaires à concurrence de 36,3 milliards d'euros fin avril 2016.

Au 30 avril 2016, les dettes envers la clientèle non bancaire ont progressé de 2,1 %, en glissement annuel, pour atteindre un encours de 340,9 milliards d'euros. Elles correspondent ainsi à 44,5 % du total du passif et ont représenté la principale source de financement des banques fin avril 2016. Cette augmentation s'explique en partie par une hausse des dépôts des administrations publiques, AIF et ménages luxembourgeois. L'augmentation des dépôts des ménages et ISBLM luxembourgeois s'est élevée à 1,9 milliard d'euros sur un an, soit une progression de 6,2 %. Les dépôts des ménages et ISBLM des autres pays membres de la zone euro ont, quant à eux, diminué de 5,4 %.

Le financement par émission de titres a régressé par rapport à avril 2015 et a représenté 53,5 milliards d'euros en fin de période, soit 7 % du total du passif. Tout comme à l'actif, les titres financiers étant comptabilisés à leur juste valeur, les effets de valorisation ont également été pris en compte.

Enfin, l'encours des autres passifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a diminué de 9,2 milliards d'euros en rythme annuel pour s'établir à 86,8 milliards d'euros fin avril 2016, soit 11,3 % du passif.

Tableau 9 :

**Principaux chiffres relatifs aux différents postes du passif du bilan et leur évolution**

(en millions d'euros, données brutes, encours en fin de période)

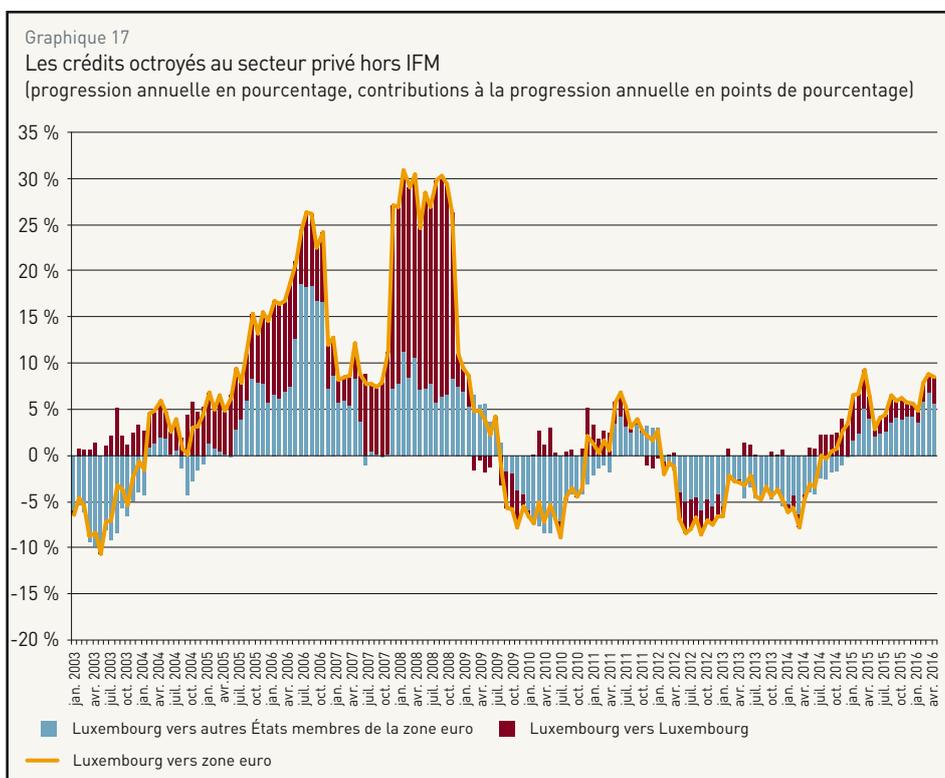
PASSIFS	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>1)</sup>
	04-2015	03-2016	04-2016	04-2015 - 04-2016		03-2016 - 04-2016		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Dettes interbancaires	300 431	283 706	285 594	-14 837	-4,9	1 888	0,7	37,2
Dettes envers la clientèle	333 864	343 491	340 859	6 995	2,1	-2 632	-0,8	44,5
Dettes représentées par un titre	59 040	51 729	53 541	-5 499	-9,3	1 812	3,5	7,0
Autres passifs	95 970	89 296	86 781	-9 189	-9,6	-2 515	-2,8	11,3
Total du passif	789 305	768 222	766 775	-22 530	-2,9	-1 447	-0,2	100,0

<sup>1)</sup> Poids relatif par rapport au total des passifs

Source : BCL

**L'évolution des crédits au secteur privé**

Les crédits accordés au secteur privé par les banques luxembourgeoises ont continué leur progression en début d'année, en accélération par rapport au dernier trimestre 2015. Les crédits octroyés au secteur privé de la zone euro dans son ensemble ont progressé à un rythme annuel de 8,5 % en avril, soutenus par des contributions positives des crédits octroyés tant aux contreparties résidentes que non-résidentes (voir graphique 17).



Source : BCL

Selon les données d'avril 2016, la majeure partie des encours de crédits octroyés au secteur privé de la zone euro est destinée au secteur non financier : 44 % des encours sont destinés aux entreprises, alors que 19 % des crédits sont octroyés aux ménages pour l'acquisition de biens immobiliers. Des montants relativement limités sont destinés aux crédits à la consommation. Quant au secteur financier, 26 % des encours de crédits octroyés au secteur privé sont destinés aux autres intermédiaires financiers (AIF), secteur majoritairement composé de holdings financiers et de fonds d'investissement non monétaires. La part des crédits octroyés aux sociétés d'assurances et aux fonds de pension dans le total des crédits au secteur privé est faible.

Concernant les crédits accordés aux contreparties résidentes, ceux-ci ont progressé de 5,7 % en avril (voir graphique 18). Cette dynamique est largement attribuable à l'évolution des crédits immobiliers octroyés aux ménages, qui ont contribué à hauteur de 2,4 points de pourcentage à la croissance annuelle en avril. La contribution des crédits octroyés aux sociétés non financières (SNF) et aux AIF implantés au Luxembourg a été respectivement de 2,0 et de 0,8 p.p.. Finalement, les crédits à la consommation accordés aux ménages ont aussi contribué pour 0,1 p.p..

S'agissant des différents secteurs non financiers résidents, on constate une croissance annuelle assez stable des crédits immobiliers accordés aux ménages, croissance qui s'est établie en rythme annuel à 6,9 % en avril.

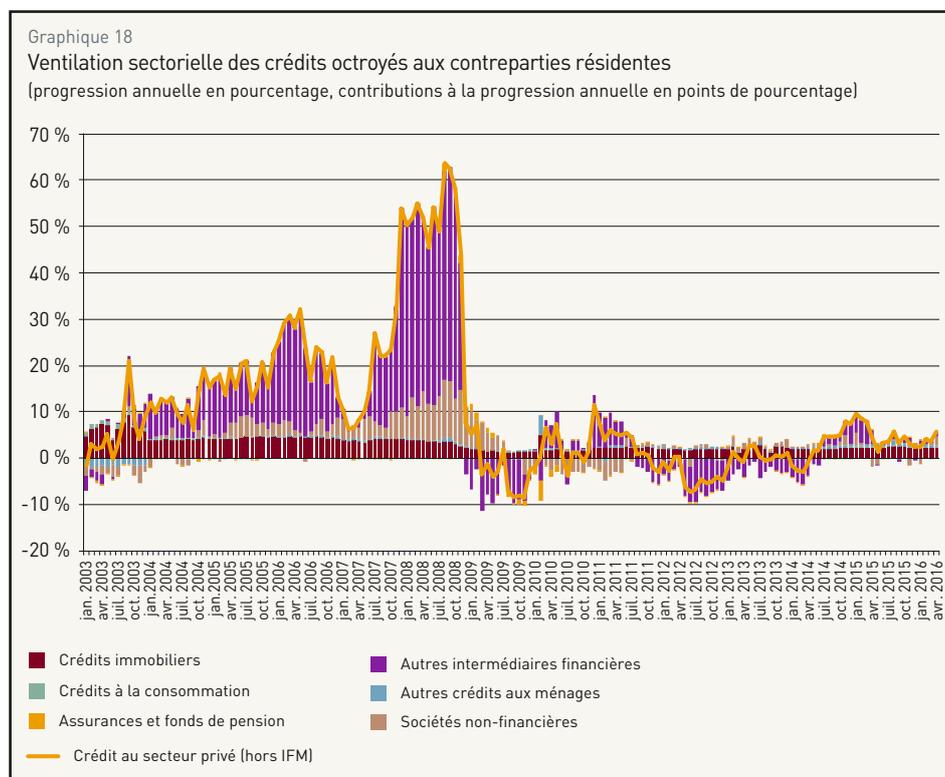
Les crédits à la consommation ont progressé à un taux de croissance annuel de 3,3 % en avril. Toutefois, il convient de rappeler que les crédits à la consommation représentent des montants relativement réduits, dont la croissance est marquée par une forte saisonnalité, de sorte que leur évolution doit être appréhendée avec prudence. La croissance annuelle des crédits accordés aux SNF au Luxembourg s'est établie à 9,4 % en avril faisant suite à des taux de croissance majoritairement négatifs sur les six derniers mois (allant jusqu'à -7,1 % en novembre 2015). Ces variations sont principalement attribuables à un nombre limité de banques qui ont fortement varié leurs encours de crédits aux SNF sur les six derniers mois.

### Les taux d'intérêt de détail pratiqués par les établissements de crédit

Les chiffres commentés ci-après se réfèrent aux données du mois d'avril 2016. Les données présentent les taux d'intérêt de détail pour les nouveaux contrats pratiqués par les établissements de crédit luxembourgeois envers les ménages et les sociétés non financières de la zone euro. On entend par nouveau contrat tout nouvel accord passé entre le ménage ou la société non financière et l'agent déclarant. Les nouveaux accords comprennent tous les contrats financiers qui spécifient pour la première fois le taux d'intérêt associé au dépôt ou au crédit et toutes les renégociations des dépôts et des crédits existants.

#### Taux d'intérêt des crédits accordés

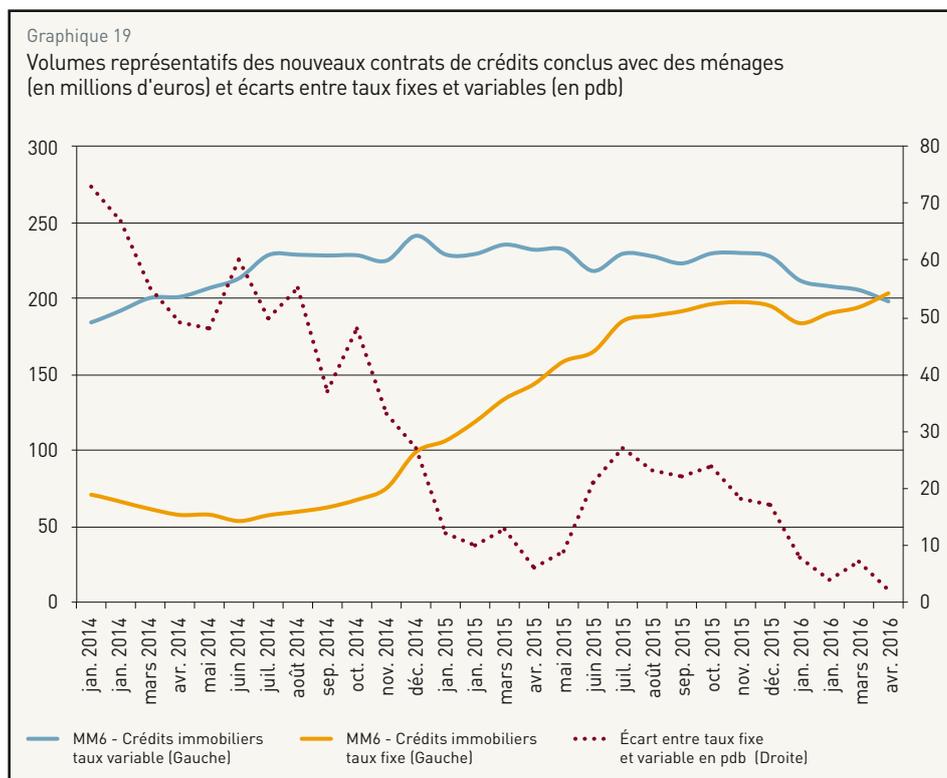
Le taux d'intérêt variable<sup>15</sup> sur les crédits immobiliers nouvellement accordés aux ménages est à la baisse, passant de 1,73 % au mois de mars 2016 à 1,70 % en avril 2016. En comparaison avec le mois d'avril 2015, ce taux a baissé de 10 points de base. La baisse des taux de détail est encore plus



15 Taux d'intérêt variable ou dont la période de fixation initiale du taux d'intérêt est inférieure ou égale à 1 an.

Graphique 19

Volumes représentatifs des nouveaux contrats de crédits conclus avec des ménages (en millions d'euros) et écarts entre taux fixes et variables (en pnb)



Source : BCL

perceptible pour les taux d'intérêt fixes<sup>16</sup> sur les crédits immobiliers nouvellement accordés aux ménages. En effet, ce taux a baissé de 14 points de base en comparaison annuelle et de 8 points de base en comparaison mensuelle, pour s'inscrire à 1,72 % en avril 2016. La diminution de l'écart entre taux fixe et taux variable sur les nouveaux crédits immobiliers est une des composantes ayant contribué à l'intérêt croissant des acquéreurs pour la souscription de crédits à taux fixe, l'autre facteur étant le bas niveau des taux atteint. En effet, alors que le marché du crédit immobilier luxembourgeois était largement dominé par des crédits à taux variable, le volume des crédits à taux fixe nouvellement accordés évolue dorénavant dans les mêmes proportions que celui des nouveaux crédits à taux variable. Le graphique ci-dessous retrace les

moyennes mobiles sur 6 mois des volumes des crédits avec et met en évidence la tendance haussière marquée pour les crédits à taux fixe.

En comparaison mensuelle, le coût des crédits à la consommation, dont la période de fixation initiale du taux est supérieure à 1 an et inférieure ou égale à 5 ans, s'est inscrit à la hausse, passant de 1,90 % fin mars 2016 à 2,53 % fin avril 2016, marquant ainsi la fin des conditions avantageuses octroyées par les banques lors du traditionnel festival de l'automobile. En comparaison annuelle, le coût des crédits à la consommation a toutefois diminué de 28 points de base.

Il en est de même pour la catégorie des autres crédits à taux variable, regroupant les crédits qui ne sont destinés ni aux investissements immobiliers, ni à la consommation. Ces derniers ont vu leurs coûts diminuer de 6 points de base entre avril 2015 (1,36 %) et avril 2016 (1,30 %). Il convient de souligner que ces crédits sont souvent destinés à la réalisation d'investissements financiers. En outre, contrairement aux autres catégories de crédits, ces crédits sont majoritairement offerts à une clientèle non résidente.

S'agissant des crédits accordés aux sociétés non financières, le taux d'intérêt variable sur les crédits d'un montant inférieur ou égal à 1 million d'euros a baissé de 22 points de base, par rapport à avril 2015, pour atteindre 1,72 %. En comparaison mensuelle, ce taux a diminué de 8 points de base.

Le taux d'intérêt variable sur les crédits d'un montant supérieur à 1 million d'euros accordés aux sociétés non financières a diminué de 42 points de base par rapport au mois d'avril 2015 pour s'élever

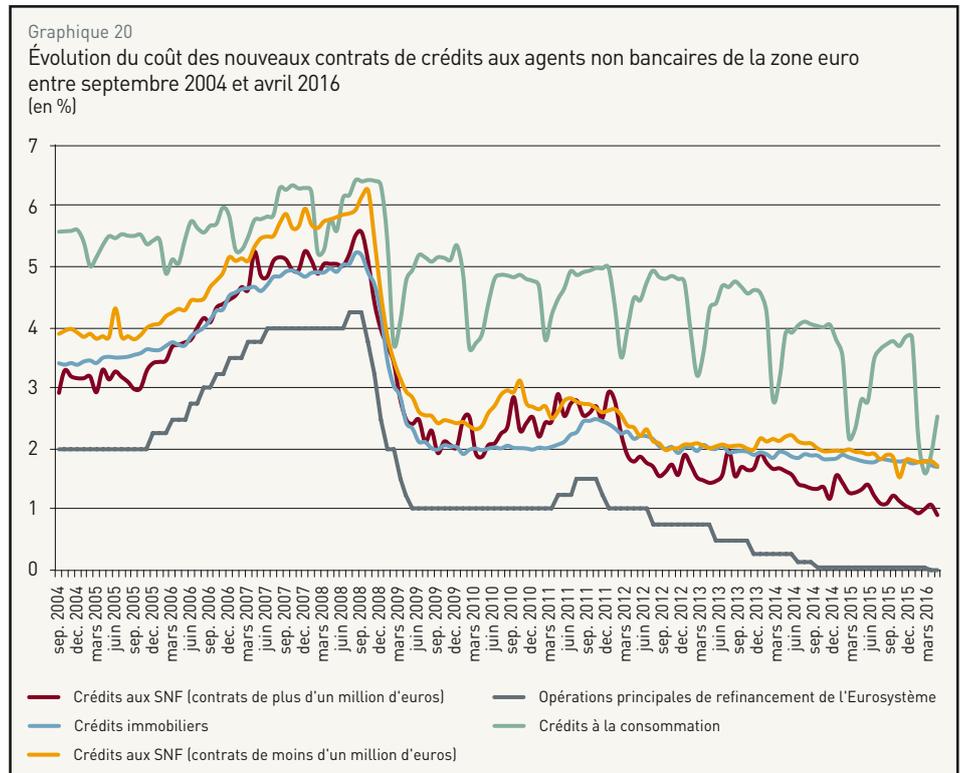
16 Taux d'intérêt fixe pondéré par les montants des contrats pour tous les crédits immobiliers accordés indépendamment de la durée de fixation initiale du taux (supérieure à un an). Cette série n'est publiée par la BCL qu'à partir de février 2009 pour des raisons méthodologiques liées à l'identification des déclarants.

à 0,91 % fin avril 2016. En comparaison mensuelle, ce taux a diminué de 17 points de base.

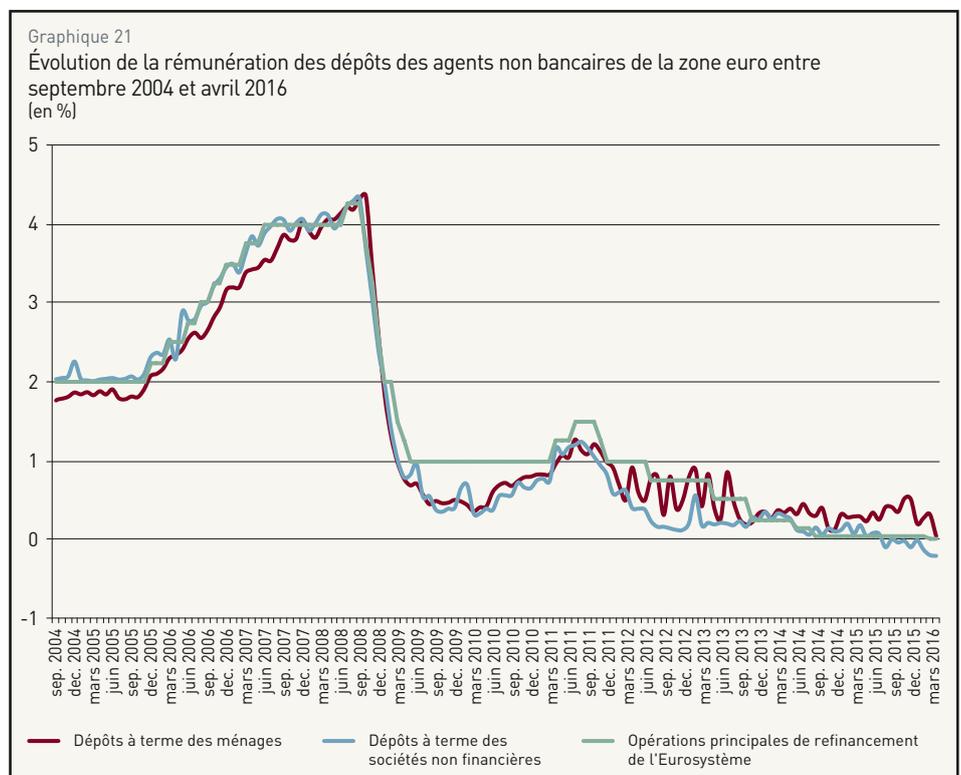
### Taux d'intérêt des dépôts

La rémunération des nouveaux dépôts à terme des ménages d'une durée inférieure ou égale à 1 an a diminué de 25 points de base sur douze mois : la rémunération sur ces dépôts est ainsi passée de 0,29 % en avril 2015 à 0,04 % en avril 2016. Néanmoins, cette évolution est à interpréter avec précaution. En effet, l'évolution des volumes de dépôts nouvellement réalisés peut engendrer des ajustements considérables dans les pondérations appliquées. Par exemple, un taux favorable accordé à un client fortuné qui dépose une somme importante auprès d'un établissement de crédit peut avoir un impact important sur les données agrégées. Effectivement, les taux d'intérêt appliqués aux nouveaux contrats sont pondérés au sein des catégories d'instruments concernées par les montants des contrats individuels. Or, ces pondérations sont particulièrement volatiles pour les dépôts à terme des ménages nouvellement contractés d'une durée inférieure ou égale à 1 an.

S'agissant des nouveaux dépôts à terme des sociétés non financières ayant une échéance initiale inférieure ou égale à 1 an, le taux d'intérêt évolue toujours en terrain négatif pour atteindre -0,21 % en avril 2016. A nouveau, cette évolution est à interpréter avec précaution car les pondérations des contrats individuels sont très volatiles pour cette catégorie d'instruments.



Source : BCL



Source : BCL

Encadré 1 :

## TAUX D'INTÉRÊT NÉGATIF APPLIQUÉ SUR LA FACILITÉ DE DÉPÔT : QUELLES CONSÉQUENCES POUR LES TAUX D'INTÉRÊT BANCAIRES AU LUXEMBOURG ?

Dans le cadre d'un ensemble de mesures de politique monétaire non conventionnelles décidées par le Conseil des gouverneurs de la Banque Centrale Européenne (BCE), l'Eurosystème applique depuis juin 2014 un taux d'intérêt négatif sur la facilité de dépôt. Cet encadré vise à présenter les effets de cette mesure au Luxembourg et notamment sur les taux d'intérêt proposés par les banques aux ménages et aux sociétés non financières (SNF).

### 1. LES RAISONS DE L'APPLICATION D'UN TAUX D'INTÉRÊT NÉGATIF SUR LA FACILITÉ DE DÉPÔT

Le taux d'intérêt sur la facilité de dépôt est le taux d'intérêt auquel sont rémunérés les dépôts des banques auprès des banques centrales nationales de la zone euro. Ce taux représente un plancher pour le marché interbancaire car aucune banque ne prêtera des fonds au jour le jour à une autre banque à un taux d'intérêt inférieur à celui qui lui est offert par l'Eurosystème.

Le Conseil des gouverneurs a décidé de diminuer le taux d'intérêt sur la facilité de dépôt à -0,10 % le 11 juin 2014, puis à -0,20 % le 10 septembre 2014. Ce taux a été abaissé de nouveau à -0,30 % le 9 décembre 2015. Enfin, ce taux s'établit à -0,40 % depuis le 16 mars 2016. L'instauration d'un taux d'intérêt négatif sur la facilité de dépôt s'inscrit dans un ensemble de mesures de politique monétaire ayant pour objectif de relever le taux d'inflation à un niveau proche, mais inférieur à 2 % à moyen terme.

Actuellement, plusieurs autres banques centrales pratiquent un taux d'intérêt négatif sur la facilité de dépôt, à savoir la Banque nationale du Danemark, la Banque de Suède, la Banque nationale suisse, la Banque du Japon et la Banque nationale de Hongrie. En Suisse et au Danemark, l'introduction des taux d'intérêt négatifs avait pour objectif de décourager l'afflux de capitaux et de limiter l'appréciation de leurs monnaies nationales. En Suède, au Japon et en Hongrie, des taux d'intérêt négatifs ont été instaurés dans un contexte de risques pesant sur la stabilité des prix.

PAYS	APPLICATION D'UN TAUX D'INTÉRÊT NÉGATIF SUR LES DÉPÔTS AUPRÈS DE LA BANQUE CENTRALE	TAUX D'INTÉRÊT SUR CES DÉPÔTS EN MAI 2016
Danemark	entre juillet 2012 et avril 2014 ; depuis septembre 2014	-0,65 %
Suède	entre juillet 2009 et septembre 2010 ; depuis juillet 2014	-1,25 %
Zone euro	depuis juin 2014	-0,40 %
Suisse	depuis décembre 2014	-0,75 %
Japon	depuis janvier 2016	-0,10 %
Hongrie	depuis mars 2016	-0,05 %

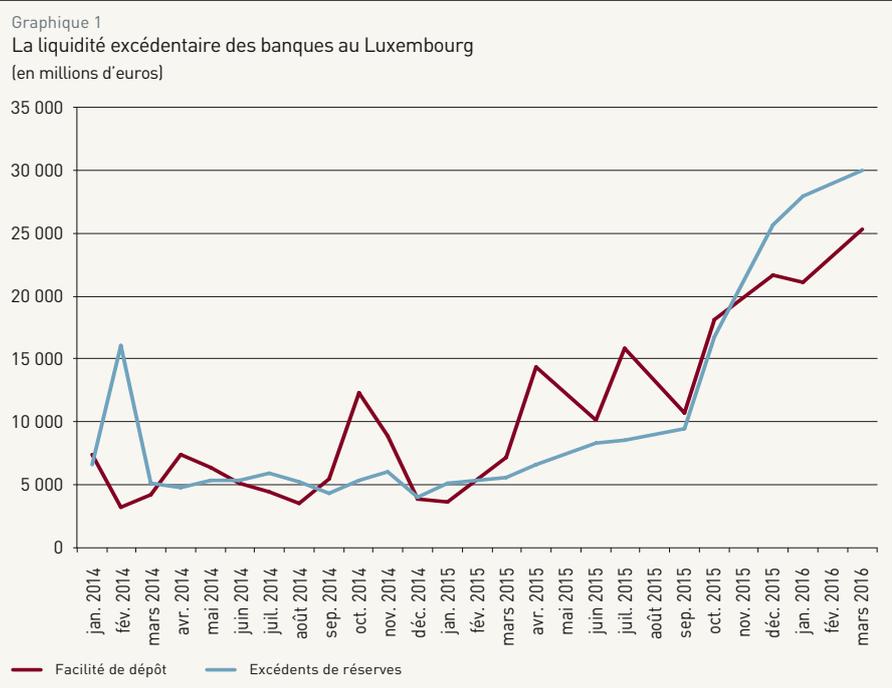
Les taux d'intérêt négatifs se transmettent à l'économie réelle à travers plusieurs canaux. Selon le *canal du taux d'intérêt*, un taux d'intérêt négatif sur la facilité de dépôt devrait décourager la constitution de l'épargne et favoriser l'endettement à travers une baisse du coût d'emprunt. Une évolution qui devrait accroître la consommation et les dépenses d'investissement, ce qui se traduirait par une augmentation de la production domestique.

En vertu du *canal de recomposition du portefeuille*, un taux d'intérêt négatif sur la facilité de dépôt entraîne la baisse des taux d'intérêt de marché, ce qui incite les agents en quête d'un meilleur rendement à rechercher des actifs plus risqués, comme les obligations d'entreprises au détriment des actifs peu risqués, tels que les obligations d'État. Cela devrait augmenter les prix et donc diminuer les taux d'intérêt des actifs plus risqués, favorisant la consommation à travers les effets de richesse ainsi que l'investissement des entreprises, *in fine*, accroissant la demande agrégée.

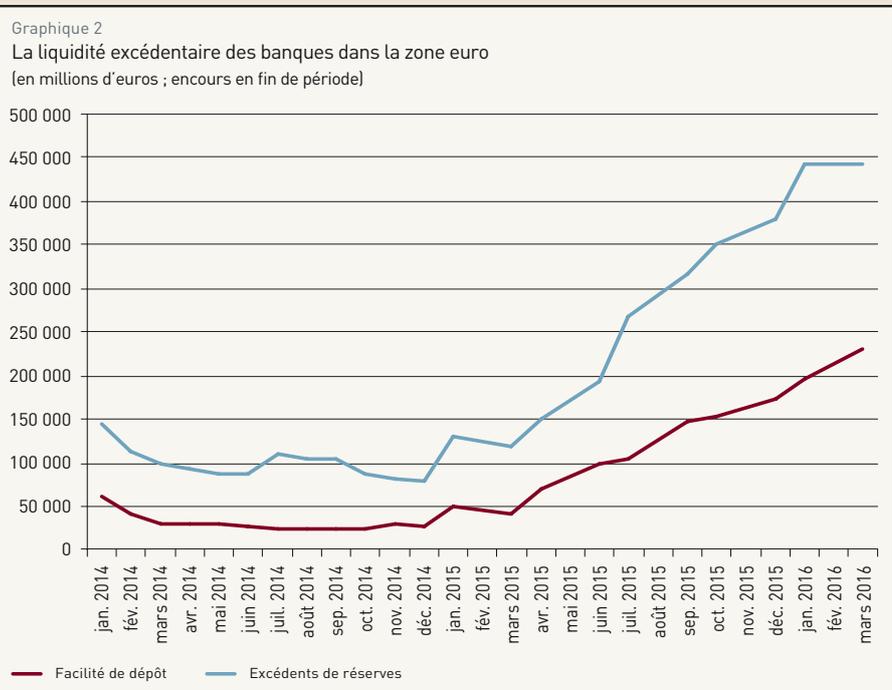
Conformément au *canal du taux de change*, le taux d'intérêt négatif sur la facilité de dépôt, en affectant négativement les taux d'intérêt de marché, devrait conduire à de moindres entrées et/ou à des sorties de capitaux suivies d'une dépréciation de la

monnaie nationale. Cet enchaînement a pour effet de rendre plus attractifs les produits exportés et d'enchérir les produits importés, avec un impact positif sur la production domestique et le niveau des prix.

Malgré la descente en territoire négatif du taux d'intérêt sur la facilité de dépôt, les avoirs sur la facilité de dépôt et les réserves excédentaires ont augmenté depuis début 2015. Les réserves excédentaires sont calculées par la soustraction des réserves obligatoires aux avoirs détenus par les banques en compte courant auprès de la banque centrale. La somme des avoirs en compte courant, déduction faite des réserves obligatoires, et des avoirs sur la facilité de dépôt constitue la liquidité excédentaire des banques. Selon les graphiques 1 et 2, l'augmentation de la liquidité excédentaire est observée tant au Luxembourg que dans la zone euro. Elle peut être liée à la mise en place du programme étendu d'achats d'actifs de l'Eurosystème et à la conduite des opérations de refinancement à plus long terme ciblées. Elle pourrait aussi être motivée par le choix de certaines banques de maintenir des niveaux de liquidité plus élevés auprès de la banque centrale suite à l'introduction du ratio de liquidité à court terme<sup>17</sup>. Cependant, l'accroissement des avoirs des banques auprès de la banque centrale ne signifie pas que l'application d'un taux négatif sur la facilité de dépôt n'a pas eu



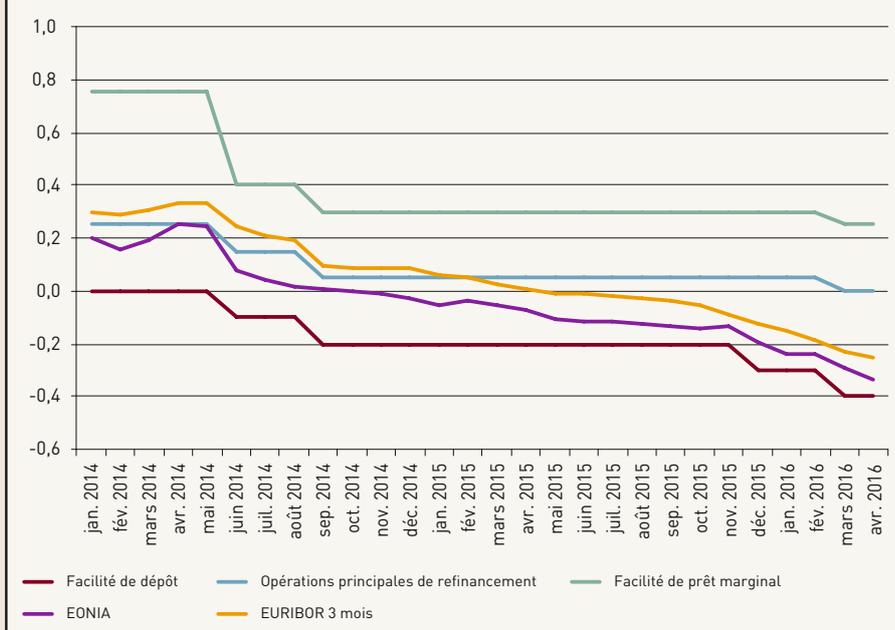
Note : Les données relatives aux excédents de réserves représentent des moyennes sur la période des positions quotidiennes tandis que les avoirs sur la facilité de dépôt sont des encours en fin de période.  
Source : BCL



Source : BCE, Statistical Data Warehouse

17 Le ratio de liquidité à court terme (*Liquidity Coverage Ratio*), introduit en octobre 2015, « impose aux banques de détenir suffisamment d'actifs liquides de haute qualité pour résister à une pénurie de financement de 30 jours, sur la base d'un scénario défini par les responsables prudentiels » (Comité de Bâle sur le contrôle bancaire : les réformes de Bâle III).

Graphique 3  
Les taux d'intérêt directeurs et les taux d'intérêt du marché monétaire dans la zone euro  
(en pourcentage)



Source : BCE

l'effet dissuasif escompté. En effet, la liquidité excédentaire des banques en l'absence de cette mesure aurait pu être supérieure à celle observée.

## 2. LES EFFETS SUR LES TAUX D'INTÉRÊT DÉBITEURS

Les taux d'intérêt fixés par la banque centrale influencent les taux d'intérêt prévalant sur le marché interbancaire, tels que l'EONIA. La décision du Conseil des gouverneurs d'appliquer un taux d'intérêt négatif sur la facilité de dépôt, puis de le diminuer à trois reprises, accompagnée de mesures visant à maintenir une liquidité excédentaire dans le système bancaire, a entraîné les taux d'intérêt du marché monétaire en territoire négatif (voir graphique 3).

Les changements intervenus sur ces taux sont ensuite transmis par la courbe des taux vers l'ensemble des taux d'intérêt, en particulier les taux d'intérêt de marché de long terme. Ces taux d'intérêt de marché influencent aussi les coûts de refinancement des banques dans le cadre de leur activité d'intermédiation, ce qui affecte à son tour les taux d'intérêt débiteurs pratiqués par les banques. Ainsi, l'effet attendu de l'application d'un taux d'intérêt négatif sur la facilité de dépôt est une baisse des taux d'intérêt sur les prêts octroyés aux ménages et aux SNF.

### 2.1 Les crédits aux sociétés non financières

Le graphique 4 présente l'évolution des taux d'intérêt variables sur les nouveaux crédits accordés aux SNF de la zone euro par les banques au Luxembourg sur la base des données collectées auprès de 54 établissements de crédit. Selon ce graphique, entre janvier 2014 et mars 2016, les taux d'intérêt variables (ou dont la durée de fixation initiale est inférieure ou égale à un an) ont baissé tant sur les crédits d'un montant inférieur ou égal à 1 million d'euros (de 32 points de base) que sur les crédits d'un montant supérieur à 1 million d'euros (de 69 points de base).

Dans le cadre de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, les réponses des banques au Luxembourg<sup>18</sup> indiquent que le taux d'intérêt négatif sur la facilité de dépôt n'a que peu contribué à baisser les taux d'intérêt sur les crédits aux SNF entre octobre 2015 et mars 2016. Cependant, la période couverte par la question est limitée et ne permet pas de tirer de conclusions sur l'efficacité de cette mesure depuis sa mise en œuvre. D'autres facteurs, tels que le programme d'achats d'actifs, peuvent être également à l'origine de la baisse des taux d'intérêt reflétée dans le graphique 4.

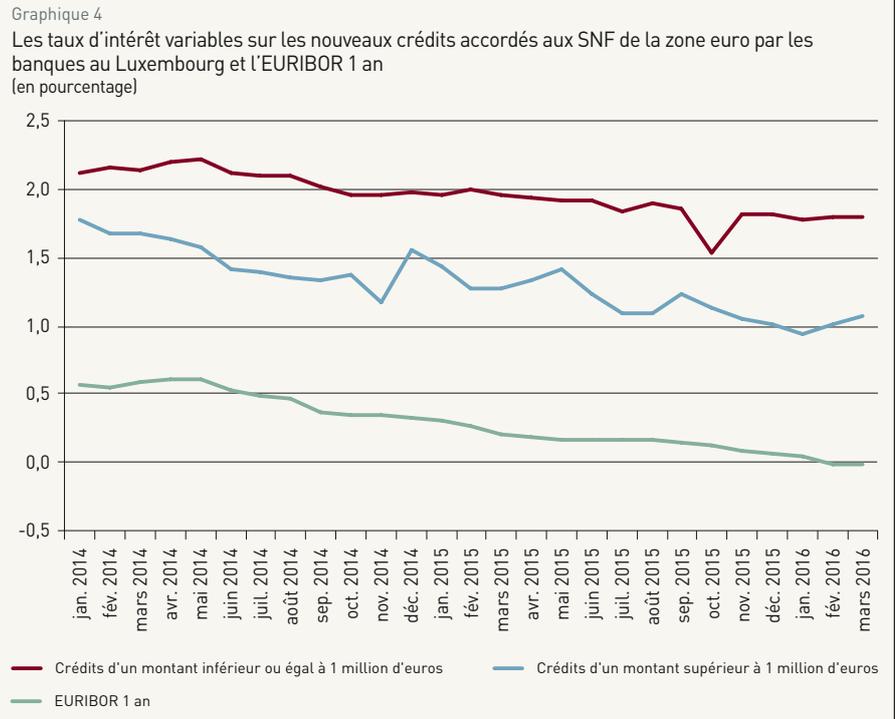
18 Au Luxembourg, sept banques participent à l'enquête sur la distribution du crédit bancaire. L'édition d'avril 2016 de cette enquête introduit une question ad hoc sur l'impact du taux négatif de la facilité de dépôt.

Le graphique 4 se réfère aux taux d'intérêt appliqués sur les flux de nouveaux crédits ; or ce flux ne représente qu'un volume limité par rapport au stock de crédits existants. Le taux synthétique représentant les taux d'intérêt appliqués par les banques au Luxembourg sur les encours de crédits aux SNF a ainsi diminué de 71 points de base depuis janvier 2014 pour s'établir à 1,64 % en mars 2016.

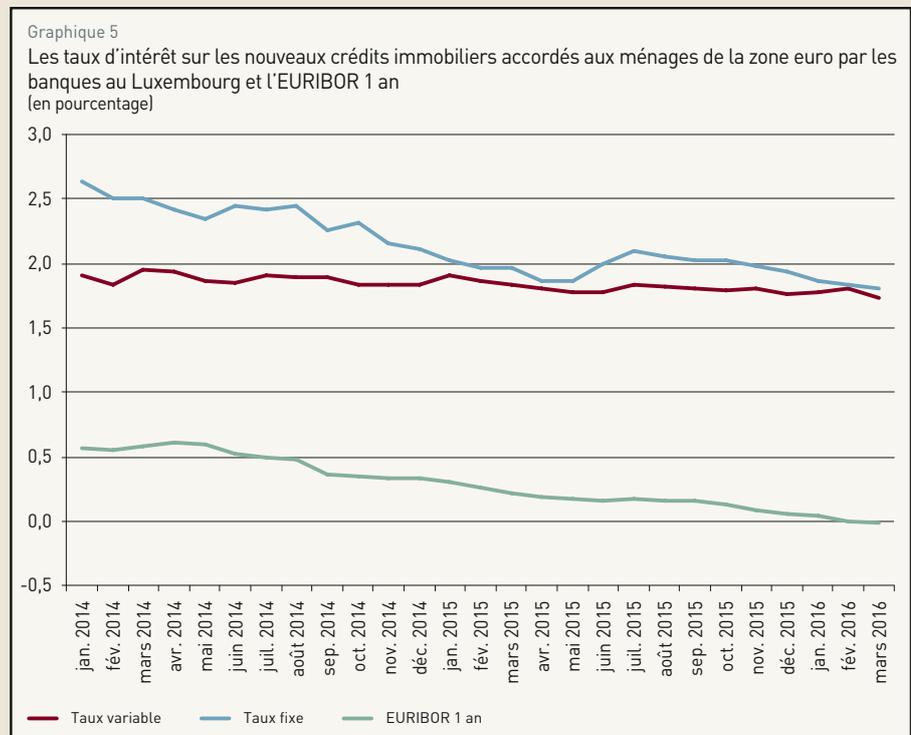
## 2.2 Les crédits à l'habitat accordés aux ménages

Le graphique 5 présente l'évolution des taux d'intérêt sur les nouveaux crédits immobiliers accordés aux ménages au Luxembourg entre janvier 2014 et mars 2016. Les taux d'intérêt fixes ont davantage baissé que les taux d'intérêt variables (ou dont la durée de fixation initiale est inférieure ou égale à 1 an). En effet, les taux d'intérêt fixes ont diminué de 84 points de base tandis que les taux d'intérêt variables ont décré de 18 points de base sur cette période.

Dans le cadre de l'enquête au Luxembourg sur la distribution du crédit bancaire, les banques ont déclaré que l'application d'un taux d'intérêt négatif sur la facilité de dépôt n'a globalement pas eu d'incidence sur les taux d'intérêt des crédits à l'habitat entre octobre 2015 et mars 2016. En comparaison, pour la zone euro dans son ensemble, les banques ont mentionné que cette mesure a contribué à la baisse des taux d'intérêt sur les crédits aux ménages et aux SNF.

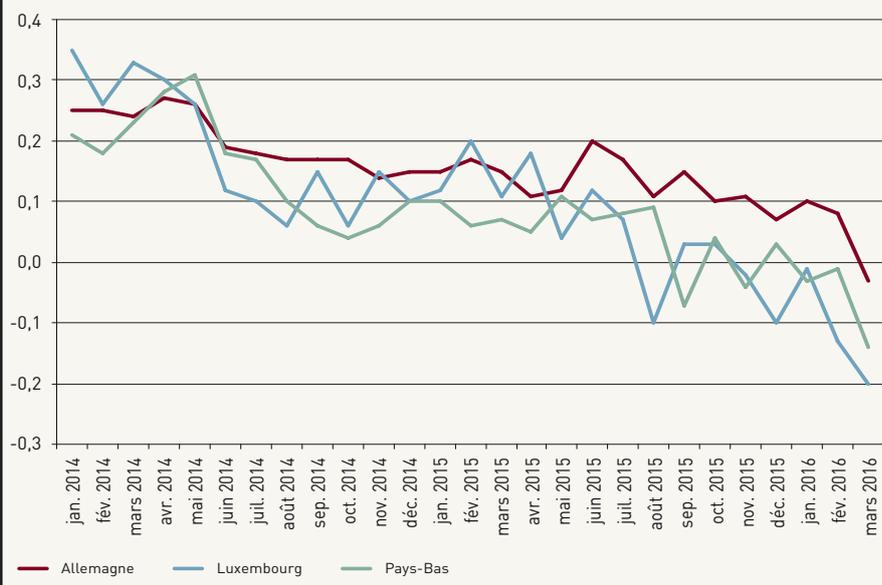


Source : BCL



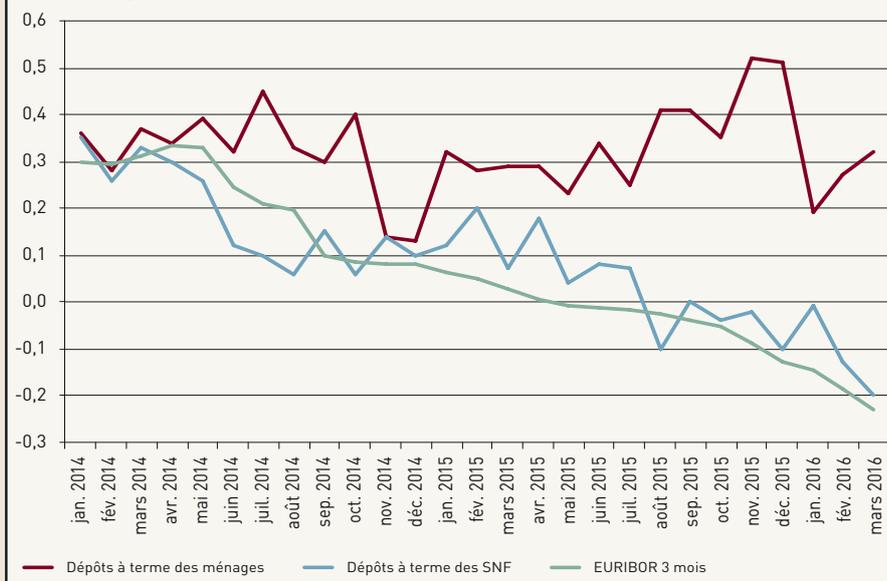
Source : BCL

Graphique 6  
Les taux d'intérêt sur les nouveaux dépôts à terme des SNF (échéance initiale inférieure ou égale à un an) dans des pays de la zone euro (en pourcentage)



Source : BCE, Statistical Data Warehouse

Graphique 7  
Les taux d'intérêt sur les nouveaux dépôts à terme appliqués par les banques au Luxembourg et l'EURIBOR 3 mois (en pourcentage)



Source : BCL

Toutefois, il convient de noter que la période à laquelle fait référence le questionnaire n'est pas suffisante pour évaluer l'efficacité de cette mesure depuis sa mise en œuvre.

Concernant les encours des crédits immobiliers avec une échéance initiale supérieure à 5 ans (segment le plus important en volume<sup>19</sup>), le taux d'intérêt moyen pondéré appliqué à l'encours des crédits a baissé de 16 points de base depuis janvier 2014 pour s'établir à 2,02 % en mars 2016.

L'enquête au Luxembourg sur la distribution du crédit bancaire informe également de l'incidence des taux négatifs de la facilité de dépôt sur le volume des crédits. Cette incidence aurait été positive sur le volume des crédits à l'habitat accordés aux ménages et, dans une moindre mesure, sur le volume des prêts offerts aux entreprises entre octobre 2015 et mars 2016. Dans la zone euro, les banques ont indiqué un effet positif sur le volume de prêts accordés aux ménages, mais pas d'effet sur le volume de crédits octroyés aux entreprises au cours des six derniers mois.

### 3. LES EFFETS SUR LES TAUX D'INTÉRÊT CRÉDITEURS

Le taux d'intérêt négatif appliqué à la facilité de dépôt se répercute a priori aussi sur les taux d'intérêt créditeurs pratiqués par les banques. C'est le cas en Allemagne, aux Pays-Bas

19 Voir le tableau 11.7 disponible à l'adresse suivante : [http://wcmprd.office.bcl.lu/fr/statistiques/series\\_statistiques\\_luxembourg/11\\_etablissements\\_credit/index.html](http://wcmprd.office.bcl.lu/fr/statistiques/series_statistiques_luxembourg/11_etablissements_credit/index.html).

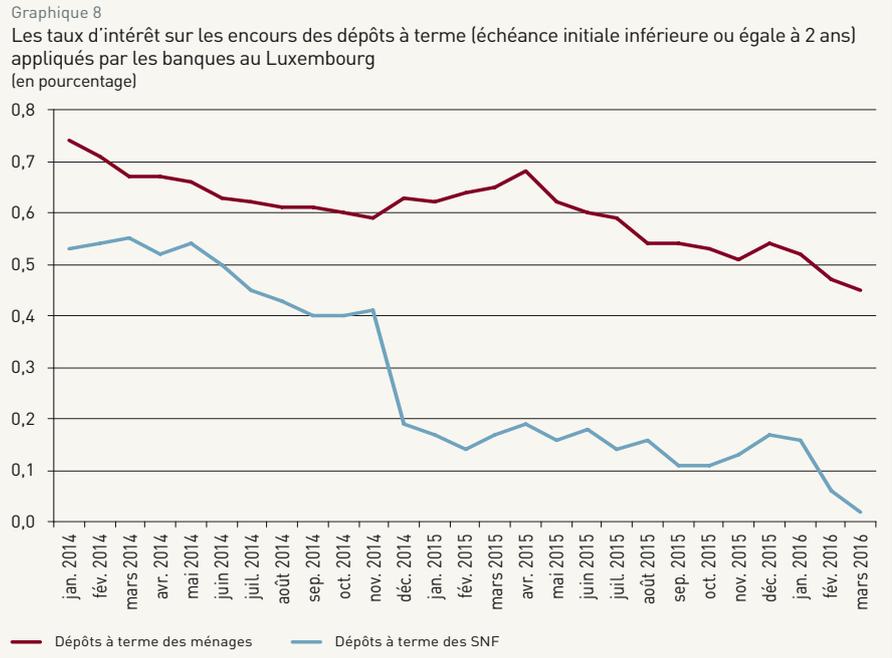
et au Luxembourg, où des taux d'intérêt négatifs sur les nouveaux dépôts à terme des SNF avec une échéance initiale inférieure ou égale à un an ont été constatés (voir graphique 6).

Plusieurs raisons peuvent expliquer la pratique des taux d'intérêt négatifs uniquement sur les dépôts à terme des SNF. Premièrement, les SNF étant aussi confrontées à des taux négatifs sur le marché monétaire, elles n'ont guère d'incitation à substituer les dépôts bancaires par des placements sur le marché monétaire. Deuxièmement, les SNF sont moins enclines à convertir les dépôts bancaires en espèces en raison des coûts de stockage et de transport y relatifs ainsi que des difficultés associées aux gros paiements en espèces à travers le monde.

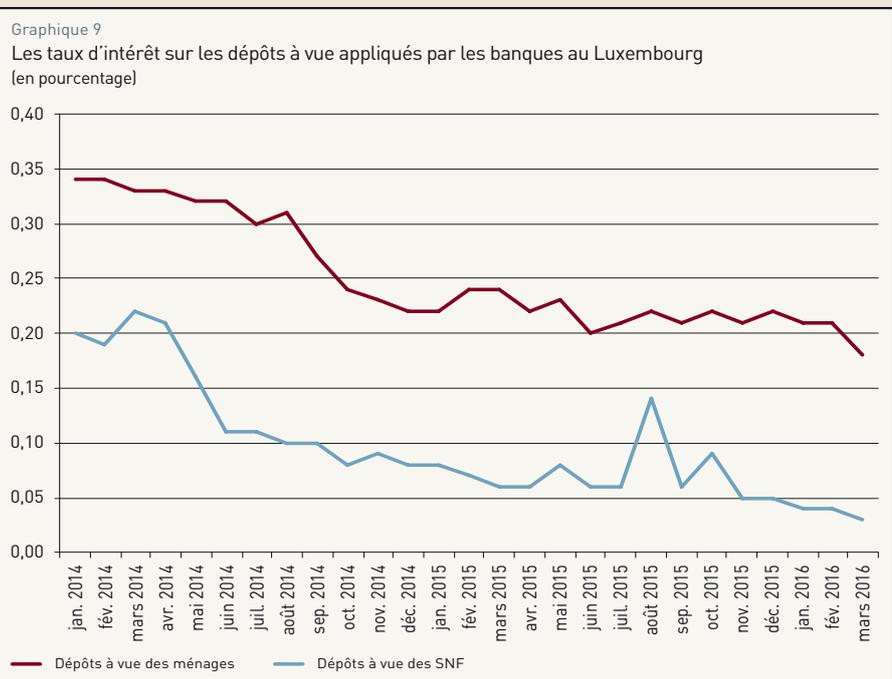
### 3.1 Les dépôts à terme

Au Luxembourg, le taux d'intérêt agrégé des nouveaux dépôts à terme des SNF avec une échéance initiale inférieure ou égale à un an évolue en territoire négatif depuis août 2015. Ce taux a diminué de 55 points de base par rapport à janvier 2014 et s'établit à -0,2 % en mars 2016. Il représente la moyenne pondérée des taux rapportés par 54 établissements de crédit au Luxembourg, ce qui ne signifie donc pas qu'un taux d'intérêt négatif est offert sur tout nouveau dépôt à terme aux SNF au Luxembourg.

Quant aux nouveaux dépôts à terme des ménages et des institutions sans but lucratif au service des ménages, le taux d'intérêt agrégé a connu d'importantes variations, dont les raisons ont déjà été commentées auparavant. Il a déçu de 4 points de base entre janvier 2014 et mars 2016 (voir graphique 7).



Source : BCL



Source : BCL

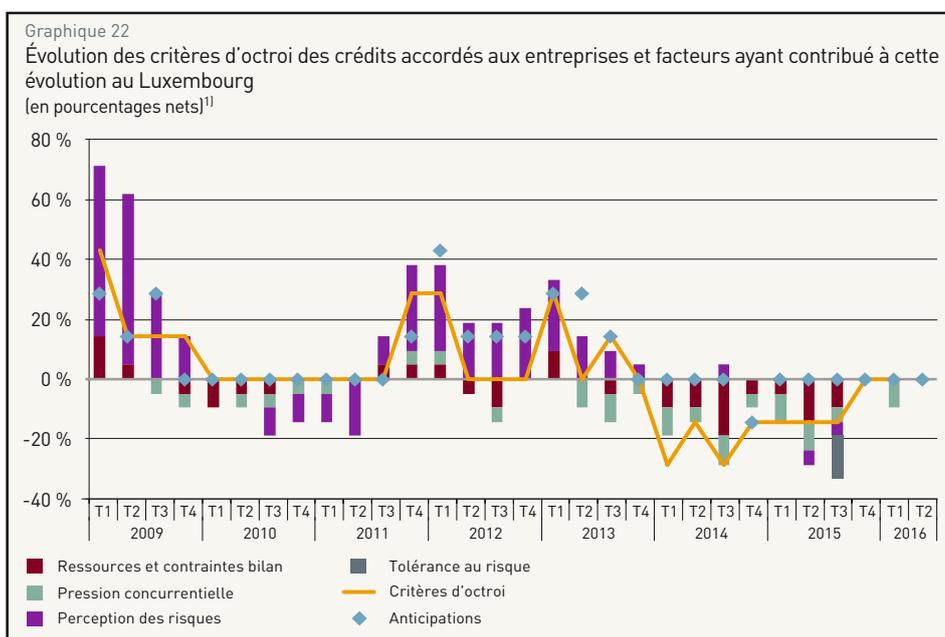
Concernant les encours des dépôts à terme, le graphique 8 montre que l'écart entre le taux d'intérêt<sup>20</sup> appliqué aux ménages et celui aux SNF s'est creusé de 22 points de base entre janvier 2014 et mars 2016. Pour les ménages, la baisse a été de 29 points de base tandis que pour les SNF, elle a été de 51 points de base.

### 3.2 Les dépôts à vue

Les encours de dépôts à vue des SNF au Luxembourg ont vu leur taux d'intérêt agrégé diminuer de 17 points de base par rapport à janvier 2014 pour se fixer à 0,03 % en mars 2016. Pour les ménages, le taux d'intérêt sur leurs dépôts à vue a baissé de 16 points de base pour se fixer à 0,18 % en fin de période (voir graphique 9).

En conclusion, l'application d'un taux d'intérêt négatif sur la facilité de dépôt a entraîné les taux d'intérêt de marché en territoire négatif, dans un contexte de mesures visant à maintenir une liquidité excédentaire dans le système bancaire notamment par la réalisation des opérations principales de refinancement par le biais d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe et à service total des soumissions, par l'octroi de prêts à long terme aux banques et des programmes d'achats d'actifs. La baisse des taux d'intérêt de marché a été suivie par la diminution des taux d'intérêt tant débiteurs que crédateurs appliqués aux ménages et aux SNF. La pratique de taux d'intérêt créditeurs négatifs est cependant limitée aux nouveaux dépôts à terme des SNF.

20 Il s'agit du taux d'intérêt moyen pondéré qui se définit comme étant la somme des taux contractuels annualisés multipliés par les encours correspondants et divisée par le montant total des encours.



<sup>1)</sup> Concernant les critères d'octroi, les pourcentages nets font référence à la différence entre, d'une part, la somme des pourcentages des réponses indiquant que les critères se sont « sensiblement durcis » et « quelque peu durcis » et, d'autre part, la somme des pourcentages des réponses signalant que les critères se sont « quelque peu assouplis » et « sensiblement assouplis ». Quant aux facteurs affectant les critères d'octroi, les pourcentages nets représentent l'écart entre le pourcentage des réponses rapportant qu'un facteur a contribué à un durcissement et le pourcentage des réponses notant qu'un facteur a contribué à un assouplissement.

Note : « Coût des ressources et contraintes d'équilibre du bilan » est la moyenne non pondérée des éléments « Coûts liés au montant des fonds propres », « Capacité d'accès aux financements de marché » et « Position de liquidité ». « Pression concurrentielle » est la moyenne non pondérée des éléments « Concurrence d'autres banques », « Concurrence d'institutions non bancaires » et « Concurrence des financements de marché ». « Perception des risques » est la moyenne non pondérée des éléments « Situation et perspectives économiques globales », « Situation et perspectives spécifiques du secteur ou des entreprises » et « Risques relatifs aux garanties requises ».

Source : BCL

### L'enquête sur la distribution du crédit bancaire

Depuis janvier 2003, l'Eurosystème conduit chaque trimestre une enquête sur la distribution du crédit bancaire (*Bank Lending Survey*) auprès d'un échantillon représentatif de banques de la zone euro. Les responsables de l'allocation de crédits auprès de ces banques répondent à un questionnaire de nature qualitative destiné à collecter, d'une part, des informations harmonisées relatives aux évolutions des politiques de crédit des banques et, d'autre part, des informations sur les conditions de l'offre et de la demande de crédit<sup>21</sup>. Lors de l'édition d'avril 2016, 141 banques ont participé à l'enquête au sein de la zone euro, dont sept au Luxembourg.

21 Le questionnaire est disponible en anglais à l'adresse suivante : [http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/bls\\_questionnaire\\_201504.pdf](http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/bls_questionnaire_201504.pdf)

Dans l'édition d'avril 2016, les questions rétrospectives font référence au premier trimestre 2016, tandis que les questions prospectives couvrent le deuxième trimestre 2016.

Il convient de noter que les résultats de l'enquête menée par la BCL au Luxembourg ne sont pas pondérés par la taille des banques et doivent donc être interprétés avec précaution.

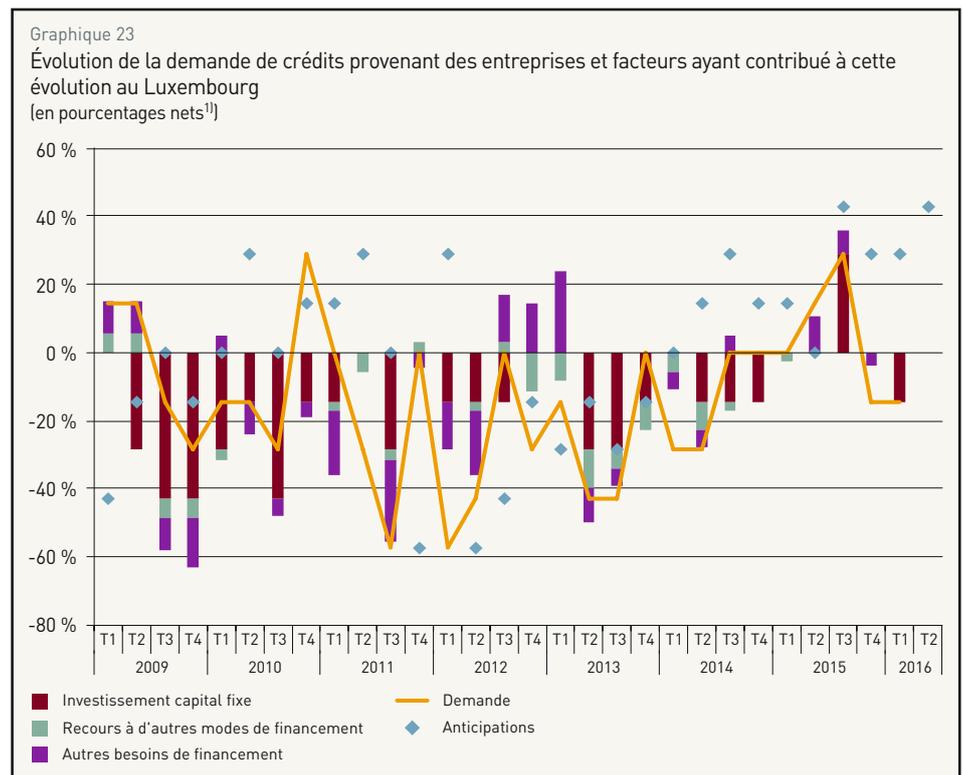
### Crédits accordés aux entreprises

Au premier trimestre 2016, les banques de l'échantillon luxembourgeois ont indiqué que les critères de décision concernant l'attribution de crédits aux entreprises sont restés inchangés, aussi bien pour les PME que pour les grandes entreprises (voir graphique 22). Seule la pression concurrentielle de la part d'autres institutions financières a eu un léger effet d'assouplissement sur les critères d'octroi. Au niveau de la zone euro dans son ensemble, les banques ont déclaré avoir légèrement assoupli leurs critères d'octroi pour les crédits aux entreprises. La pression concurrentielle a été citée comme le facteur principal contribuant à cet assouplissement.

Alors que les banques au Luxembourg ont globalement déclaré ne pas anticiper de changement en termes de critères d'octroi au cours du deuxième trimestre 2016, les banques de la zone euro ont indiqué s'attendre à une poursuite de l'amélioration de ces critères d'octroi.

Concernant les conditions d'octroi des crédits aux entreprises, les banques au Luxembourg ont fait état d'une augmentation de leurs marges sur les prêts de risque moyen et, dans une moindre mesure, sur les prêts plus risqués, tandis qu'elles ont indiqué un assouplissement en termes de demandes de garanties. Au niveau de la zone euro, les banques ont également indiqué un assouplissement de leurs demandes de garanties et une légère augmentation de leurs marges sur les prêts plus risqués. Elles ont toutefois noté une baisse de leurs marges sur les prêts de risque moyen.

Les banques au Luxembourg ont rapporté une légère diminution de la demande de crédits qui leur a été adressée par les entreprises. Selon les banques au Luxembourg, cette diminution de la demande a été causée par une diminution de l'investissement en



<sup>1)</sup> Concernant la demande de crédits, les pourcentages nets font référence à la différence entre, d'une part, la somme des pourcentages des réponses mentionnant que la demande a « sensiblement augmenté » et « augmenté quelque peu » et, d'autre part, la somme des pourcentages des réponses indiquant que la demande a « diminué quelque peu » et « sensiblement diminué ». Quant aux facteurs affectant la demande de crédits, les pourcentages nets représentent l'écart entre le pourcentage des réponses rapportant qu'un facteur a contribué à une hausse de la demande et le pourcentage des réponses notant qu'un facteur a contribué à une baisse de la demande.

Note : « Recours à d'autres modes de financement » est la moyenne non pondérée des éléments « Financements internes », « Prêts bancaires », « Prêts non bancaires », « Emission ou remboursement de titres de créances » et « Émission ou remboursement d'actions ». « Autres besoins de financement » est la moyenne non pondérée des éléments « Gestion des stocks et fonds de roulement », « Fusions/acquisitions et restructurations d'entreprise », « Niveau général des taux d'intérêt » et « Refinancement/restructuration et renégociation de dettes ».

Source : BCL

capital fixe (voir graphique 23). De même, des restructurations de dette de la part des entreprises ont eu un effet négatif sur la demande de crédit. De l'autre côté, le niveau général des taux d'intérêts a positivement contribué à la demande.

Pour la zone euro, les banques ont indiqué une augmentation de la demande de crédit attribué, principalement, au faible niveau des taux d'intérêt et à une augmentation des besoins en fonds de roulement de la part des entreprises. En revanche, l'augmentation de la demande de crédits a été mitigée par le fait que les entreprises ont eu recours à d'autres modes de financement.

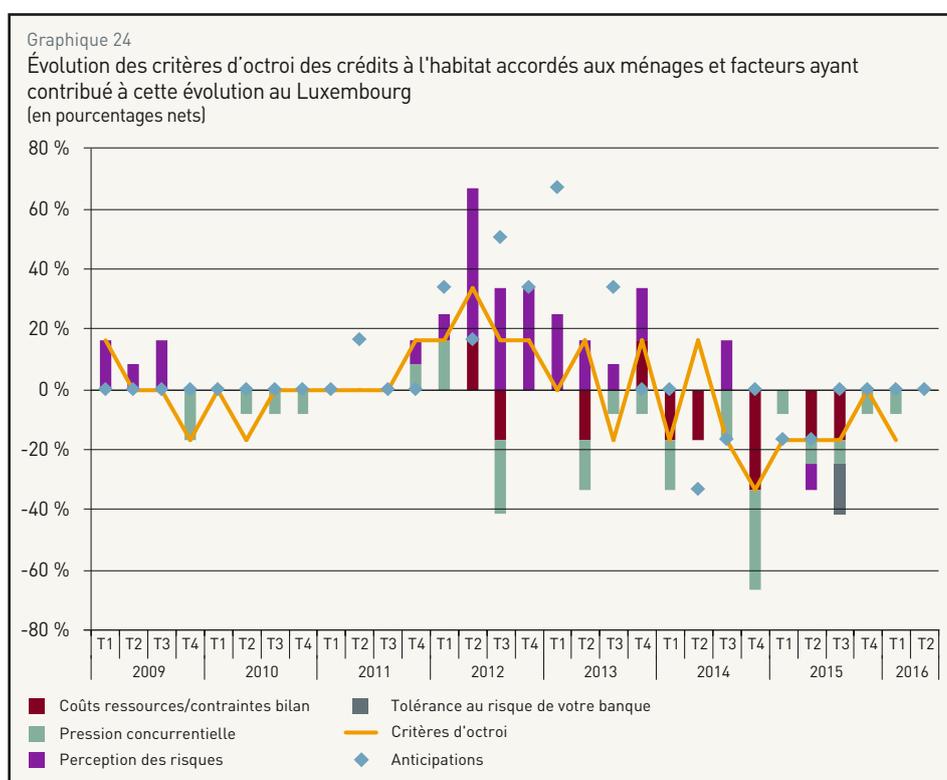
#### Crédits à l'habitat accordés aux ménages

Concernant les crédits à l'habitat accordés aux ménages, les banques au Luxembourg ont indiqué un léger assouplissement de leurs critères d'octroi, les pourcentages nets s'établissant à -17 % au premier trimestre 2016 (voir graphique 24). Cette évolution a été attribuée à une concurrence bancaire plus importante. Dans la zone euro en revanche, les banques ont déclaré avoir légèrement resserré leurs critères d'octroi. Ce resserrement a été motivé par une augmentation des coûts des ressources et des contraintes de bilan, la pression concurrentielle ayant exercé un effet inverse.

Tandis que les banques au Luxembourg ont déclaré ne pas anticiper de changement en termes de critères d'octroi au cours du deuxième trimestre 2016, dans la zone euro dans son ensemble les banques ont indiqué s'attendre à un resserrement des critères d'octroi.

Au niveau des conditions d'octroi, les banques au Luxembourg ont fait état d'une légère réduction des marges sur les prêts de risque moyen ainsi que des frais autres que les intérêts, tandis qu'elles ont légèrement augmenté leurs marges sur les prêts plus risqués. Les banques de la zone euro ont également noté une réduction de leurs marges sur les prêts de risque moyen mais aussi sur les prêts plus risqués. Elles ont cependant indiqué avoir diminué leur ratio prêt-valeur (quotité d'emprunt).

Selon les banques de l'échantillon luxembourgeois, la demande de crédits à l'habitat a légèrement augmenté au cours du premier trimestre 2016. Les banques ont attribué l'évolution favorable de la demande essentiellement au faible niveau des taux d'intérêt (voir graphique 25). La même évolution se dessine au niveau de la zone euro.



Note : « Pression concurrentielle » est la moyenne non pondérée des éléments « Concurrence d'autres banques » et « Concurrence d'institutions non bancaires ». « Perception des risques » est la moyenne non pondérée des éléments « Situation et perspectives économiques globales », « Perspectives sur le marché de l'immobilier résidentiel, y compris en matière de prix » et « Solvabilité de l'emprunteur ».  
Source : BCL

*Crédits à la consommation et autres prêts accordés aux ménages*

Concernant les crédits à la consommation et autres prêts accordés aux ménages, les banques au Luxembourg, ainsi que celles de la zone euro, ont indiqué un léger assouplissement de leurs critères d'octroi. Celui-ci a été favorisé par une augmentation de la pression concurrentielle ainsi que par baisse des coûts et des contraintes de bilan.

Au niveau des conditions d'octroi, les banques au Luxembourg ainsi qu'au niveau de la zone euro ont déclaré avoir légèrement diminué leurs marges sur les prêts de risque moyen. De l'autre côté, les marges sur les crédits plus risqués ont été légèrement augmentées au Luxembourg tandis qu'au niveau de la zone euro les banques ont indiqué une légère baisse.

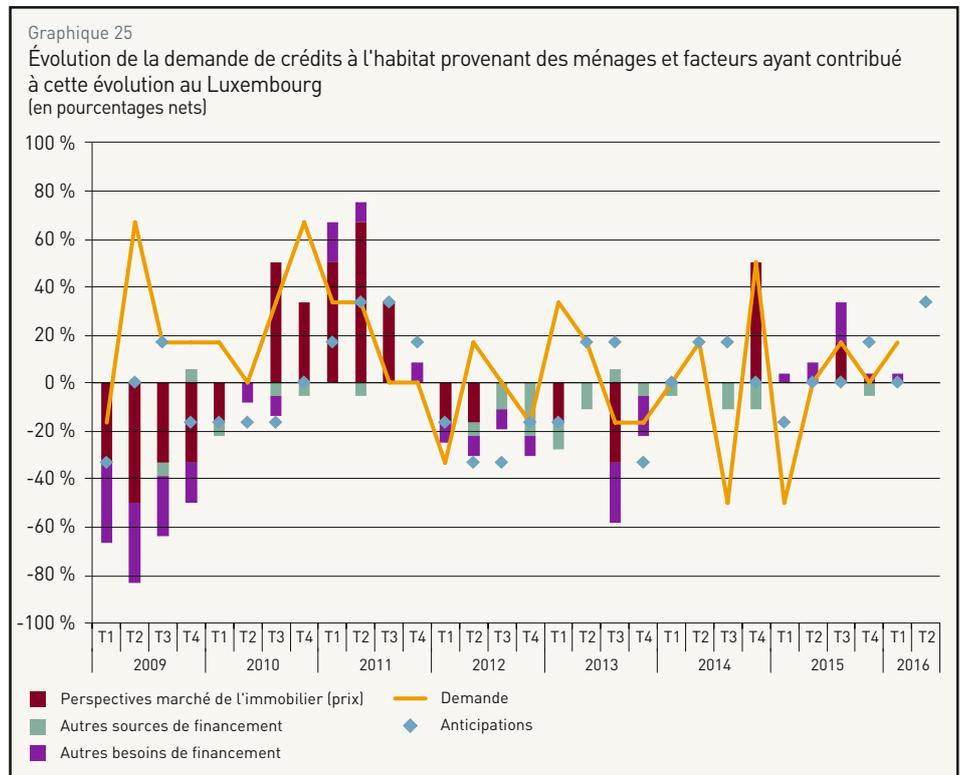
La demande de crédits à la consommation et d'autres prêts est restée stable au Luxembourg durant le quatrième trimestre 2015 alors qu'elle a augmenté dans la zone euro. Cette augmentation a été attribuée à une hausse des dépenses en biens durables, à une amélioration de la confiance des consommateurs et au faible niveau des taux d'intérêt.

*Questions ad hoc*

Outre les questions régulières, le questionnaire d'avril comprenait six questions *ad hoc*. La première question s'intéressait à l'impact que la situation sur les marchés financiers a pu avoir sur les conditions d'accès des banques aux financements de marché et sur leur capacité à transférer le risque.

Au Luxembourg, les conditions d'accès au financement de détail se sont légèrement détériorées pour les dépôts à long terme (durée supérieure à un an) au cours du 1<sup>er</sup> trimestre 2016. De même, les banques au Luxembourg ont enregistré sur cette période une faible détérioration de leurs conditions d'accès au financement sur le marché monétaire à très court terme (d'une durée inférieure ou égale à une semaine) ainsi qu'une faible détérioration de leurs conditions d'accès aux financements par l'émission de titres de créance.

Au niveau de la zone euro, les banques ont indiqué que les conditions d'accès au financement de détail sont restées inchangées. En ce qui concerne le financement de marché, les banques de la zone euro ont également noté une détérioration de leurs conditions d'accès aux financements par titres de créance mais une amélioration de leurs conditions d'accès à la titrisation.



Note : « Autres sources de financement » est la moyenne non pondérée des éléments « Financement propre d'un achat de bien immobilier résidentiel par recours à l'épargne ou à l'apport personnel », « Prêts d'autres banques » et « Autres sources de financement externe ». « Autres besoins de financement » est la moyenne non pondérée des éléments « Confiance des consommateurs », « Niveau général des taux d'intérêt », « Refinancement/restructuration et renégociation de dettes » et « Régime réglementaire et fiscal applicable au marché immobilier résidentiel ».  
Source : BCL



La deuxième question portait sur le niveau des critères d'octroi de crédits des banques. Malgré des réponses hétérogènes, la plupart des banques au Luxembourg, ainsi que dans la zone euro, ont indiqué avoir un niveau de critères d'octroi pour les prêts aux entreprises et les prêts à l'habitat aux ménages légèrement plus strict qu'au premier trimestre 2003 (début de l'enquête).

Les réponses des banques de l'échantillon luxembourgeois concernant le niveau de leurs critères d'octroi de crédits par rapport au niveau en vigueur entre le deuxième trimestre 2010 et avril 2016 sont plus contrastées. Cependant, pour les crédits aux entreprises, la plupart des banques luxembourgeoises ont déclaré appliquer des critères d'octroi modérément plus souples au deuxième trimestre 2010. Pour les crédits à l'habitat aux ménages, la plupart des banques ont de nouveau indiqué avoir un niveau de critères d'octroi pour les prêts légèrement plus strict qu'au deuxième trimestre 2010.

Au niveau de la zone euro, la majorité des banques ont indiqué que leurs critères d'octroi se situent à un niveau similaire de celui appliqué au deuxième trimestre 2010 pour les crédits aux entreprises ainsi que pour les crédits immobiliers attribués aux ménages.

La troisième question interrogeait les banques sur l'effet que le programme étendu d'achats d'actifs de l'Eurosystème a pu avoir sur leurs actifs. Les banques au Luxembourg, ainsi qu'au niveau de la zone euro, ont noté que ce programme a eu un impact positif sur leur position de liquidité à travers une hausse des dépôts des entreprises et des ménages au cours des six derniers mois. La plupart des banques au Luxembourg, ainsi qu'au niveau de la zone euro, a toutefois noté une légère dégradation de leur niveau de rentabilité résultant d'une détérioration de leurs marges nettes d'intérêt au cours des six derniers mois.

La quatrième question demandait aux banques l'utilisation faite et prévue de la liquidité supplémentaire issue du programme étendu d'achats d'actifs de l'Eurosystème. Les banques luxembourgeoises et de la zone euro ont indiqué que l'augmentation des dépôts de la clientèle a principalement contribué à des fins d'octroi de crédit mais aussi à l'achat d'actifs négociables de la zone euro (hors obligations souveraines). Au niveau de la zone euro, les banques ont, de plus, indiqué avoir utilisé la liquidité supplémentaire pour compenser des emprunts arrivant à échéance.

La cinquième question avait trait à l'effet du programme étendu d'achat d'actifs de l'Eurosystème sur le comportement des banques en matière de prêts. Les banques au Luxembourg ont indiqué que ce programme n'a que marginalement affecté leurs critères et conditions d'octroi au cours des six derniers mois. Au niveau de la zone euro, les banques ont signalé que le programme d'achat d'actifs a eu un léger effet d'assouplissement sur leurs critères d'octroi.

La dernière question portait sur l'incidence du taux d'intérêt négatif de la facilité de dépôt de l'Eurosystème. Les banques de l'échantillon luxembourgeois, ainsi qu'au niveau de la zone euro, ont déclaré que cette mesure a eu un effet négatif sur leur produit net d'intérêts. Elles anticipent le même effet négatif pour les six prochains mois.

Selon les banques au Luxembourg, cette mesure n'a globalement pas eu d'incidence sur les taux d'intérêt appliqués sur les crédits à l'habitat aux ménages et n'a que peu contribué à baisser les taux d'intérêt sur les prêts aux entreprises et les crédits à la consommation et autres prêts aux ménages. Pour la zone euro, les banques ont indiqué avoir baissé leur taux d'intérêt pour ces deux catégories de prêts suite à l'introduction du taux négatif de la facilité de dépôt.

Les banques au Luxembourg et de la zone euro dans son ensemble ont indiqué une incidence positive de cette mesure sur le volume de crédits à l'habitat accordés aux ménages et, dans une moindre

mesure, sur les prêts offerts aux entreprises au cours des six derniers mois. Leurs anticipations vont également dans ce sens pour les six prochains mois.

### Comptes de profits et pertes des établissements de crédit

Sur base de chiffres provisoires, le résultat avant provisions, dépréciations et impôts des banques luxembourgeoises<sup>22</sup> s'est établi à 1,2 milliard d'euros au premier trimestre, en retrait de 17,9 % par rapport à son niveau de l'année précédente. Cette baisse du résultat opérationnel brut reflète l'orientation baissière des principales sources de revenus bancaires tandis que les frais généraux demeurent globalement stables en comparaison annuelle.

Tableau 10 :

**Comptes de résultats agrégés en cours d'année des établissements de crédit, y compris les succursales à l'étranger des banques luxembourgeoises**  
(en millions d'euros)

	RUBRIQUE DES DÉBITS ET DES CRÉDITS	2015-03	2016-03	VARIATION EN TERMES BRUTS	VARIATION EN POURCENT
1	Produits d'intérêts	3 113	2 802	- 311	-10,0
2	Intérêts bonifiés	1 888	1 611	- 277	-14,7
3	Marge sur intérêts (1-2)	1 225	1 190	- 35	-2,9
4	Revenus nets sur commissions	1 230	1 125	- 105	-8,5
5	Revenus sur opérations de change	91	60	- 31	-34,1
6	Dividendes reçus	80	149	69	86,3
7	Autres revenus nets	371	182	- 189	-50,9
8	Revenus hors intérêts (4+5+6+7)	1 773	1 515	- 258	-14,6
9	Produit bancaire (3+8)	2 997	2 705	- 292	-9,7
10	Frais de personnel	783	759	- 24	-3,1
11	Frais d'exploitation	616	629	13	2,1
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	1 399	1 388	- 11	-0,8
13	Amortissements sur immobilisé non financier	77	69	- 8	-10,4
14	Résultats avant provisions, dépréciations et impôts (9-12-13)	1 521	1 248	- 273	-17,9

Source : CSSF, calculs BCL

Fin mars 2016, les revenus d'intérêts perçus par le secteur bancaire se sont élevés à 2,8 milliards d'euros tandis que les intérêts bonifiés ont atteint 1,6 milliard d'euros, portant la marge sur intérêts à 1,2 milliard d'euros. En comparaison avec le premier trimestre 2015, les revenus nets d'intérêts se sont contractés de 2,9 %. Il convient de souligner que cette baisse intervient dans un contexte de taux monétaires historiquement bas. En effet, le taux sur les opérations principales de refinancement de l'Eurosystème a atteint un niveau plancher tandis que les taux interbancaires EONIA et EURIBOR évoluent en terrain négatif. De plus, l'activité bancaire peine à retrouver les niveaux affichés au premier trimestre 2015, la somme des bilans accusant un repli de 3,6 % entre le mois de mars 2015 et le mois de mars 2016.

22 Il convient de noter le changement de périmètre des comptes trimestriels du secteur bancaire. Conformément à la circulaire CSSF 15/621 relative aux exigences en matière de reporting réglementaire des établissements de crédit, les banques ayant des succursales à l'étranger ne sont plus tenues d'établir les informations FINREP/ITS pour le siège ainsi que pour chacune de leurs succursales. Afin d'assurer une certaine homogénéité des données statistiques, la BCL continuera de publier les comptes provisoires avec les résultats des succursales à l'étranger.

Face aux baisses des revenus d'intermédiation, les banques ont su par le passé tirer profit de leurs activités de service à la clientèle et de gestion d'actifs. Cependant, la reprise des revenus nets de commissions amorcée à la fin de l'année précédente n'est pas confirmée par les derniers chiffres. Le solde net sur commissions s'est élevé à 1,1 milliard d'euros fin mars 2016, en retrait de 8,5 % sur un an.

Élément particulièrement hétérogène et volatil du compte de résultats, la rubrique des autres revenus nets qui regroupe les variations de juste valeur des titres détenus en portefeuille affiche un solde net de 182 millions d'euros au cours de ce premier trimestre. En comparaison avec les chiffres de mars 2015, ces revenus diminuent de moitié.

A l'exception des revenus de dividendes qui affichent une bonne tenue pour s'élever à 149 millions d'euros en mars 2016, l'ensemble des sources de revenus précitées a contribué à la baisse du produit bancaire. Ce dernier s'est élevé à 2,7 milliards d'euros au premier trimestre 2016 contre 3,0 milliards d'euros un an auparavant, en baisse de 9,7 % en rythme annuel.

Les frais généraux se sont élevés à 1,4 milliard d'euros, soit un niveau comparable à celui de 2015. Les composantes structurelles des coûts bancaires montrent cependant une évolution contrastée. En effet, les frais d'exploitations continuent de progresser (de 2,1 % entre le mois de mars 2015 et le mois de mars 2016) tandis que les frais de personnel se sont inscrits à la baisse durant la période d'observation (diminution de 3,1 % sur un an).

#### 1.2.3.2.2 Les organismes de placement collectif

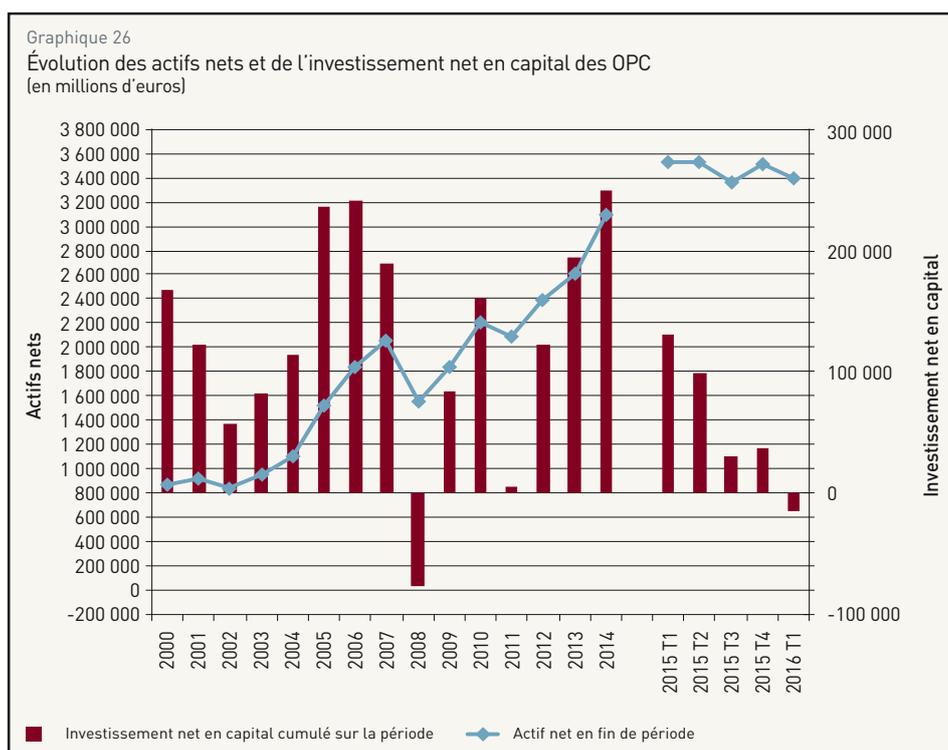
##### L'évolution en nombre

Depuis la fin du mois de septembre 2015, le nombre des fonds d'investissement a baissé de 15 unités, pour s'établir à un total de 3 879 unités à la fin du mois de mars 2016. Le nombre de compartiments

a quant à lui augmenté de 98 unités au cours de cette période, passant de 14 081 à 14 179 unités.

##### L'évolution de la valeur nette d'inventaire des OPC

Au cours de la période sous revue, la valeur nette d'inventaire (VNI) de l'ensemble des OPC a augmenté de 0,9 % pour s'établir, à la fin du mois de mars 2016, à 3 395 404 millions d'euros. Sur cette période, l'évolution des marchés financiers s'est traduite par des effets de revalorisation légèrement positifs (+6 649 millions d'euros), tandis que les investissements nets ont continué d'alimenter de manière plus significative la hausse des actifs sous gestion (+21 929 millions d'euros).



Sources : CSSF, calculs BCL

Tableau 11 :

**Évolution de la situation globale des organismes de placement collectif**

(en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

	NOMBRE D'OPC	NOMBRE DE COMPARTS.	DONT NOMBRE DE COMPARTS. MONÉTAIRES	VALEUR NETTE D'INVENTAIRE	INVESTISSEMENT NET EN CAPITAL <sup>1)2)</sup>	VARIATION DES MARCHÉS FINANCIERS <sup>2)3)</sup>	VARIATION ANNUELLE EN TERMES BRUTS	VARIATION ANNUELLE EN %	VARIATION MENSUELLE EN TERMES BRUTS	VARIATION MENSUELLE EN %
2002	1 941	7 806	375	844 508	57 314	-141 206	-83 939	-9,0		
2003	1 870	7 509	445	953 302	82 609	26 185	108 794	12,9		
2004	1 968	7 876	432	1 106 222	113 731	39 189	152 920	16,0		
2005	2 060	8 497	449	1 525 208	236 277	182 709	418 986	37,9		
2006	2 238	9 473	451	1 844 850	241 344	78 298	319 642	21,0		
2007	2 868	11 115	463	2 059 395	188 488	26 057	214 545	11,6		
2008	3 372	12 325	477	1 559 653	-77 191	-422 549	-499 742	-24,3		
2009	3 463	12 232	479	1 840 993	84 369	196 971	281 340	18,0		
2010	3 667	12 937	461	2 198 994	161 568	196 433	358 001	19,4		
2011	3 845	13 294	412	2 096 512	5 284	-107 766	-102 482	-4,7		
2012	3 845	13 420	209	2 383 826	16 601	7 503	287 314	13,7		
2013	3 902	13 685	201	2 615 363	17 681	-10 046	231 537	9,7		
2014	3 905	13 849	175	3 094 987	3 507	8 126	479 624	18,3		
2015										
jan.	3 885	13 864	174	3 277 013	35 402	146 624	653 177	24,9	182 023	5,9
fév.	3 893	13 902	174	3 403 866	46 052	80 801	724 355	27,0	126 853	3,9
mars	3 888	13 910	175	3 524 793	49 926	71 001	815 592	30,1	120 927	3,6
avr.	3 894	13 966	175	3 538 586	42 662	-28 869	796 378	29,0	13 793	0,4
mai	3 901	13 998	174	3 601 525	31 249	31 690	785 656	27,9	62 939	1,8
juin	3 901	14 015	173	3 528 131	25 076	-98 470	673 491	23,6	-73 394	-2,0
juillet	3 895	14 036	173	3 583 110	21 935	33 044	678 974	23,4	54 979	1,6
août	3 891	14 063	172	3 422 987	254	-160 377	452 467	15,2	-160 123	-4,5
sep.	3 894	14 081	172	3 366 826	8 176	-64 337	360 064	12,0	-56 161	-1,6
oct.	3 901	14 096	172	3 513 393	14 376	132 191	478 935	15,8	146 567	4,4
nov.	3 894	14 098	172	3 589 671	6 831	69 447	506 317	16,4	76 278	2,2
déc.	3 878	14 108	171	3 506 201	16 032	-99 502	411 214	13,3	-83 470	-2,3
2016										
jan.	3 877	14 125	170	3 370 999	-20 779	-114 423	93 986	2,9	-135 202	-3,9
fév.	3 869	14 137	167	3 358 484	-1 383	-11 132	-45 382	-1,3	-12 515	-0,4
mars	3 879	14 179	166	3 395 404	6 852	30 068	-129 389	-3,7	36 920	1,1

<sup>1)</sup> L'investissement net se définit comme le montant des émissions nettes diminué des rachats nets ajustés pour tenir compte des OPC entrés en liquidation.

<sup>2)</sup> Montants cumulés par année sauf pour les données mensuelles relatives à 2011 et 2012.

<sup>3)</sup> Il s'agit de la variation de la VNI en termes bruts qui est due à la variation des marchés financiers.

Source : CSSF

**L'évolution du total bilantaire des OPC non monétaires détaillée selon la politique d'investissement**

L'évolution du total bilantaire des OPC non monétaires détaillé selon la politique d'investissement (fonds actions, fonds obligataires, fonds mixtes, fonds immobiliers, *hedge funds* et autres fonds) est présentée dans le tableau suivant.

Tableau 12 :

**Évolution du total bilantaire des OPC non monétaires par politique d'investissement**

(en millions d'euros, encours en fin de période)

	FONDS OBLIGATAIRES	FONDS ACTIONS	FONDS MIXTES	FONDS IMMOBILIERS	HEDGE FUNDS	AUTRES FONDS
2009	582 018	590 183	410 548	31 407	26 587	52 904
2010	754 800	743 181	506 794	39 009	31 961	62 355
2011	783 790	628 879	515 043	43 419	31 070	60 843
2012	1 020 211	709 446	573 515	44 286	27 553	59 420
2013	1 071 875	850 930	656 009	48 931	27 744	75 593
2014	1 186 401	1 033 491	810 225	52 285	33 577	92 900
2015						
septembre	1 335 729	1 103 702	937 137	59 458	34 994	99 752
octobre	1 348 451	1 196 877	972 796	59 820	35 605	102 126
novembre	1 348 386	1 232 232	994 300	60 348	36 135	103 366
décembre	1 289 616	1 189 578	973 342	61 688	35 995	101 608
2016						
janvier	1 268 001	1 116 307	950 677	62 712	36 096	101 503
février	1 265 183	1 112 209	954 965	63 117	36 230	102 183
mars	1 271 582	1 143 557	975 422	62 764	37 108	104 725

Source : BCL

Le tableau ci-dessus reprend le total de l'actif par type de fonds depuis décembre 2009. En termes de total bilantaire, les fonds obligataires, les fonds actions et les fonds mixtes représentent les catégories de fonds les plus importantes. Les trois autres catégories sont bien moins importantes. La catégorie 'autres fonds' reprend principalement les fonds investis en matières premières ou en autres actifs moins conventionnels, ainsi que les fonds créés récemment et qui n'ont pas encore pu être catégorisés.

Rappelons qu'en janvier 2012, le reclassement de certains fonds monétaires en fonds non-monétaires a eu pour effet d'augmenter le total bilantaire des fonds obligataires d'un montant de 38 983 millions d'euros.

Au cours de la période sous revue, l'activité des fonds obligataires a connu une baisse de -4,8 % par rapport au troisième trimestre 2015. Le bilan des fonds investis principalement en actions a quant à lui augmenté de 3,6 % sur la même période pour atteindre un encours de 1 143 557 millions d'euros à la fin du mois de mars 2016. Les actifs des fonds mixtes ont connu une hausse de 4,1 %. Enfin, les fonds immobiliers, les *hedge funds*, et les autres fonds ont affiché des taux de croissance de leur total bilantaire de respectivement 5,6 %, 6,0 % et 5,0 %.

**Les OPC monétaires***Le nombre de compartiments*

Fin mars 2016, le nombre de compartiments monétaires s'élevait à 166 unités, un effectif en diminution par rapport au mois de septembre 2015 (172 unités).

Rappelons qu'entre décembre 2011 et janvier 2012, ce nombre était tombé de 412 à 232 en raison d'un changement de définition<sup>23</sup>.

#### La somme des bilans

Entre la fin du troisième trimestre 2015 et la fin du premier trimestre 2016, la somme des bilans a diminué de 6,7 %, passant de 248 046 millions d'euros à 231 402 millions d'euros. Cette réduction est principalement due à une diminution des émissions nettes de parts.

#### La politique d'investissement

Les investissements des OPC monétaires sont majoritairement, voire exclusivement, constitués de dépôts en banques et d'un portefeuille de titres de créance dont la maturité moyenne est relativement courte. De plus, ces titres de créances doivent répondre à certains critères de qualité définis dans le Règlement 883/2011 de la BCE.

Fin mars 2016, le portefeuille de titres représentait 80,5 % de l'actif, soit 186 219 millions d'euros. Quant aux créances sur les établissements de crédit, elles représentaient un poids relatif de 18,1 %, soit 41 944 millions d'euros. Au cours de la période sous revue, la réduction du total bilantaire s'est principalement concrétisée par une diminution du portefeuille de titres (-9,5 %).

Tableau 13 :

#### Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan des OPC monétaires et leur évolution

(encours en fin de période)

ACTIF	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>1)</sup>
	2015-03	2015-09	2016-03	2015-03 - 2016-03		2015-09 - 2016-03		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Créances	38 605	38 947	41 944	3 339	8,6	2 997	7,7	18,1
Portefeuille titres	204 313	205 694	186 219	-18 094	-8,9	-19 475	-9,5	80,5
Autres actifs	3 007	3 405	3 239	232	7,7	-166	-4,9	1,4
Total de l'actif	245 925	248 046	231 402	-14 523	-5,9	-16 644	-6,7	100,0

<sup>1)</sup> Poids relatif par rapport au total des actifs

Source : BCL

En fin de période, le portefeuille de titres, en dehors des actions et des parts d'OPC monétaires, se composait de titres émis par des établissements de crédit (92 842 millions d'euros), de titres émis par le secteur public (42 706 millions d'euros) et de titres émis par le secteur privé non bancaire (44 819 millions d'euros).

Entre la fin du troisième trimestre 2015 et la fin du premier trimestre 2016, le volume total des titres en portefeuille a diminué de -10 %. Au cours de cette période, la réduction de la détention de titres émis par les administrations publiques, les établissements de crédit et les autres secteurs a évolué de respectivement -18,4 %, -2,8 % et -14,8 %.

<sup>23</sup> Pour plus de détails sur ce changement de définition, voir le Bulletin BCL 2012/2.

Tableau 14 :

**Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires par contrepartie<sup>1)</sup>**

EMETTEUR DES TITRES	MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS			VARIATION EN MILLIONS D'EUROS ET EN %				POIDS RELATIF <sup>2)</sup>
	2015-03	2015-09	2016-03	2015-03 - 2016-03		2015-09 - 2016-03		
				EN MILLIONS D'EUROS	EN %	EN MILLIONS D'EUROS	EN %	
Etablissements de crédit	97 778	95 508	92 842	-4 936	-5,0	-2 666	-2,8	51,5
Administrations publiques	50 192	52 338	42 706	-7 486	-14,9	-9 632	-18,4	23,7
Autres secteurs	51 685	52 632	44 819	-6 866	-13,3	-7 813	-14,8	24,8
Total	199 655	200 478	180 367	-19 288	-9,7	-20 111	-10,0	100,0

<sup>1)</sup> Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

<sup>2)</sup> Poids relatif par rapport au total des actifs

Source : BCL

### 1.2.3.3 Le commerce et les autres services non financiers

Les différentes branches du secteur commerce ont affiché des dynamiques contrastées en 2015 et sur les trois premiers mois de l'année 2016, comme en témoigne les évolutions sur un an des chiffres d'affaires (CA) en valeur (voir tableau 15). Dans le secteur du commerce de gros, le CA a fortement reculé en moyenne annuelle en 2015 (après une faible baisse en 2014) et au cours du premier trimestre de l'année 2016. Dans le commerce de détail, comprenant la vente de carburants en magasins spécialisés (VMCS) et la vente par correspondance (VPC), les statistiques indiquent au contraire que la nette hausse du CA en moyenne annuelle en 2015 s'est poursuivie au premier trimestre de cette année.

Le CA dans le commerce et la réparation d'automobiles et de motos n'a pour sa part que peu évolué en 2015 (après avoir fortement progressé en 2014<sup>24</sup>). Les statistiques relatives au premier trimestre 2016 font état d'une sensible hausse des ventes.

Les immatriculations automobiles ont pour leur part fortement reculé en 2015, après une année 2014 très favorable puisque marquée par les achats anticipés d'automobiles effectués au cours de la seconde moitié de l'année 2014 en prévision de la hausse programmée de la TVA en 2015. Sur l'ensemble de l'année 2015, les immatriculations automobiles avaient enregistré une baisse annuelle moyenne de 6,7 % alors qu'elles s'étaient inscrites en hausse de 9,3 % dans l'Union européenne.

Les statistiques disponibles pour les quatre premiers mois de l'année 2016 sont relativement plus favorables au Luxembourg qu'en 2015, puisque la croissance sur un an des immatriculations automobiles a atteint 7,7 %. Dans l'Union européenne, les immatriculations ont progressé de 8,5 % sur la même période. En Belgique, en Allemagne et en France, les hausses se sont établies à respectivement 3,5 %, 5,6 % et 7,9 %. Enfin, de très fortes progressions ont été observées en Irlande (+26,1 %), au Portugal (+21,5 %) et à Chypre (+43,0 %).

24 Rappelons que la dynamique de court terme du secteur de l'automobile au tournant de l'année 2014/2015 a été fortement influencée par la hausse de la TVA entrée en vigueur au 1<sup>er</sup> janvier 2015. Le CA avait ainsi crû de 27,5 % en décembre 2014, avant d'enchaîner deux trimestres consécutifs de baisse.

Dans le secteur des services, l'évolution du CA en valeur a été globalement positive dans le secteur des transports (services auxiliaires des transports<sup>25</sup>, transport par eau<sup>26</sup>, transport terrestre et transport aérien) en 2015. Au premier trimestre 2016, le CA dans les secteurs du transport aérien et des services auxiliaires des transports a reculé, contrairement aux autres sous-secteurs du transport. Dans le secteur de l'hôtellerie-restauration, la croissance du CA a été contenue au rythme connu depuis le début de l'année 2015.

Tableau 15 :

**Immatriculations de voitures et chiffre d'affaires dans différents secteurs\***

(en taux de variation annuel)

	2014	2015	2014-T4	2015-T1	2015-T2	2015-T3	2015-T4	2016-T1
Immatriculations de voitures	6,8	-6,7	9,9	-3,7	-6,8	-6,0	-10,3	9,4
Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles	7,7	-1,1	8,4	-4,5	-0,5	3,6	-2,6	16,1
Commerce de gros hors automobiles et motocycles	-0,7	-9,3	1,1	-4,4	-3,6	-12,4	-16,6	-12,0
Commerce de détail	9,2	8,5	3,9	0,5	2,2	14,0	15,1	14,9
Commerce de détail (corrige de l'effet VPC et VCMS)	1,8	1,7	2,4	2,5	3,3	1,9	-0,5	-1,5
Hôtels et restaurants	2,8	2,1	3,3	1,9	2,3	2,6	1,6	2,2
Transports aériens	8,6	4,3	14,7	14,3	0,8	-1,8	5,4	-18,5
Transports par eau	-23,3	28,5	-10,6	23,7	16,5	28,7	42,2	11,2
Transports terrestres	4,2	4,3	-0,5	2,8	4,5	1,6	8,1	2,1
Services auxiliaires des transports	0,7	1,4	2,2	-0,9	2,6	2,0	1,8	-2,6

\* En valeur

Source : Statec, calculs BCL.

Note : Le secteur du commerce se subdivise en trois catégories distinctes : commerce et réparation d'automobiles et de motocycles; commerce de gros à l'exception des automobiles et motocycles et commerce de détail à l'exception des automobiles et motocycles. Les secteurs du commerce (détaillé ci-dessus), des transports et de l'entreposage (transports aériens, par eau et terrestres; et services auxiliaires des transports) et de l'hôtellerie-restauration représentaient en 2013 près de 35 % de la valeur ajoutée du secteur des services non-financiers – soit un peu moins que les 37 % du secteur administration publique, sécurité sociale, éducation, santé et action sociale.

**1.2.4 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs**

L'indicateur de confiance des consommateurs établi par la BCL s'est légèrement redressé en mai 2016, dernier mois pour lequel des données sont disponibles. Les composantes de l'indicateur ont évolué de manière contrastée. L'inquiétude des ménages face au chômage a fortement progressé, effaçant ainsi la forte baisse du mois précédent. Les ménages ont par ailleurs révisé à la baisse leurs anticipations relatives à leur situation financière. En revanche, les anticipations des ménages relatives la situation économique générale au Luxembourg et à leur capacité d'épargner sont apparues clairement plus optimistes en mai qu'au cours du mois précédent. Au final, l'indicateur de confiance des consommateurs – qui résulte de la moyenne arithmétique des quatre composantes<sup>27</sup> – a enregistré une légère hausse en mai 2016.

25 Le secteur des services auxiliaires des transports comprend (outre les services auxiliaires des transports terrestres, services auxiliaires des transports par eau, services auxiliaires des transports aériens et autres services auxiliaires des transports) la manutention, l'entreposage et le stockage.

26 Les données relatives aux transports par eau doivent cependant être considérées avec la plus grande prudence compte tenu de leur volatilité extrêmement marquée et des révisions notables dont elles peuvent parfois faire l'objet.

27 Les quatre composantes de l'indicateur de confiance des consommateurs sont corrigées des variations saisonnières.

Les résultats corrigés des variations saisonnières sont repris dans le tableau 16 ci-dessous :

Tableau 16 :

**Indicateur de confiance des consommateurs et ses composantes**

		INDICATEUR DE CONFIANCE DES CONSOMMATEURS	ANTICIPATIONS SUR LES DOUZE PROCHAINS MOIS				
			SITUATION ÉCONOMIQUE GÉNÉRALE AU LUXEMBOURG	CHÔMAGE AU LUXEMBOURG	SITUATION FINANCIÈRE DES MÉNAGES	CAPACITÉ D'ÉPARGNER DES MÉNAGES	
2014	mai	-4	-14	36	-8	41	
	juin	0	-9	30	-3	43	
	juillet	-3	-8	38	-8	41	
	août	-7	-18	38	-7	36	
	septembre	-8	-19	41	-8	35	
	octobre	-3	-16	33	-7	43	
	novembre	-6	-21	31	-8	37	
	décembre	-4	-25	28	-5	41	
	2015	janvier	-3	-23	24	-7	41
		février	0	-15	21	-4	42
		mars	-2	-17	24	-4	36
		avril	1	-7	24	-2	35
mai		2	-7	20	0	36	
juin		1	-8	23	-2	36	
juillet		2	-10	24	-2	45	
août		1	-9	26	0	41	
septembre		0	-10	27	-2	41	
octobre		-1	-12	28	0	35	
novembre		1	-10	21	-1	38	
décembre		5	-10	12	-1	43	
2016	janvier	6	-4	10	0	38	
	février	8	-6	11	1	46	
	mars	10	-3	7	5	45	
	avril	7	-5	1	3	32	
	mai	8	-1	8	1	41	

Source : BCL

Note : Les soldes relatifs à la situation économique générale, à la situation financière et à la capacité d'épargner des ménages représentent l'écart entre les pourcentages pondérés des consommateurs qui anticipent une amélioration et les pourcentages pondérés des consommateurs qui anticipent une détérioration sur les douze prochains mois. En ce qui concerne la question relative aux anticipations en matière de chômage, une augmentation témoigne au contraire d'une évolution défavorable, alors qu'une diminution indique une évolution favorable des attentes.

L'indicateur de confiance des consommateurs résulte de la moyenne arithmétique des quatre composantes : situation économique générale au Luxembourg, chômage au Luxembourg (signe inversé), situation financière des ménages et capacité d'épargner des ménages.

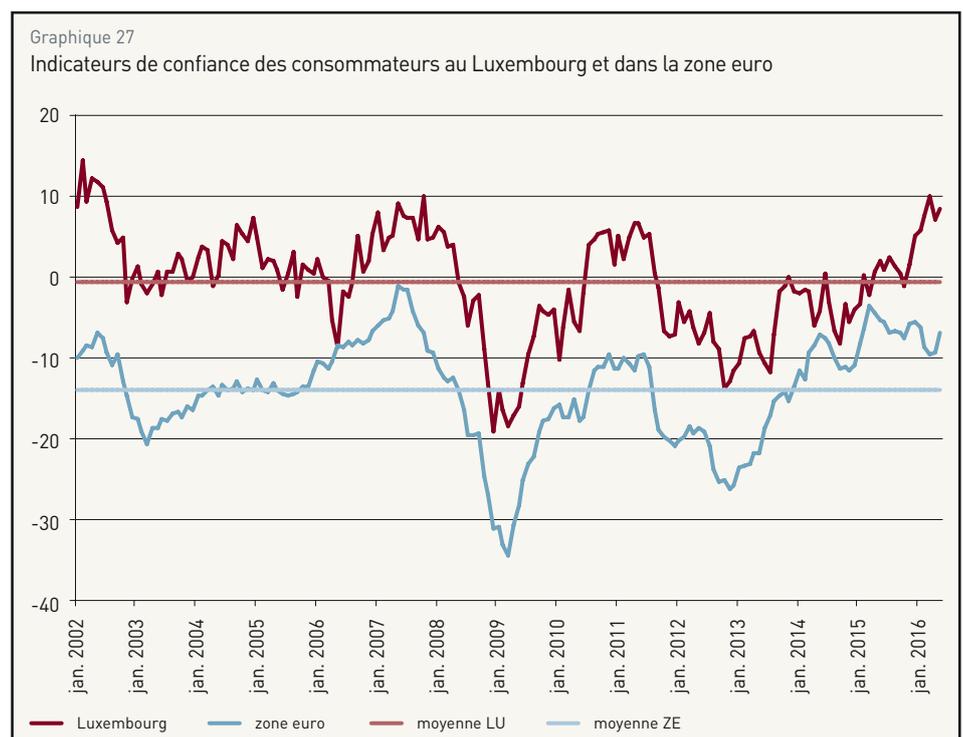
La confiance des consommateurs apparaît orientée favorablement depuis novembre 2015. Elle s'est inscrite en hausse à six reprises au cours des 7 derniers mois. Elle évolue depuis le début de l'année 2016 à des niveaux comparables à ceux observés sur la seconde moitié de l'année 2007, soit à l'aube des turbulences financières ayant débouché sur la crise financière de 2008. Cette amélioration de la confiance s'explique en grande partie par la diminution des inquiétudes des consommateurs à l'égard

de l'évolution future du chômage au Luxembourg. Cette composante, clairement orientée à la baisse depuis novembre 2015, a atteint son minimum historique en avril dernier. Les anticipations des ménages concernant la situation économique générale au Luxembourg, de leur côté, ont rejoint en mai de cette année leur niveau de juillet 2011. Les anticipations des ménages relatives à leur situation financière ont atteint en mars dernier leur niveau le plus élevé depuis mai 2005, avant de se replier par la suite. Néanmoins, sur les cinq premiers mois de l'année 2016, le niveau moyen atteint par cette composante est comparable à la moyenne observée sur le second semestre 2007. Le même constat s'impose pour les anticipations relatives à leur situation financière. Enfin, la quatrième composante relative à la capacité d'épargner des ménages, dont les évolutions mensuelles sont extrêmement erratiques et donc difficilement interprétables, ne présente pas de tendance particulière.

Dans le cadre de l'enquête mensuelle de conjoncture, les ménages sont également interrogés sur l'opportunité de faire des achats importants (meubles, électroménagers, etc.) compte tenu de la situation économique générale<sup>28</sup>. Les consommateurs avaient manifesté un intérêt record pour de tels achats au quatrième trimestre 2014 (le maximum historique avait été atteint en novembre 2014), avant de revoir fortement à la baisse cette opportunité en janvier 2015. L'opinion des consommateurs sur l'opportunité de faire des achats importants a ensuite fortement fluctué sur la première moitié de l'année 2015 avant qu'une tendance générale à la hausse apparaisse en fin d'année. Les dernières enquêtes de

conjoncture indiquent une hausse de la proportion des ménages jugeant opportun de faire des achats importants ces deux derniers mois. En mai 2016, l'intérêt des ménages pour de tels achats a atteint le point le plus élevé après le maximum historique de novembre 2014.

Dans la zone euro, la confiance des consommateurs évolue aussi au-dessus de sa moyenne depuis décembre 2013. Elle s'est inscrite en hausse en avril et mai 2016, après avoir enregistré 3 mois consécutifs de baisse. La confiance des consommateurs de la zone euro a passé les cinq premiers mois de l'année 2016 en dessous du niveau qu'elle avait atteint en décembre 2015. Ces évolutions sont moins favorables que celles observées sur la même période au Luxembourg.



Sources : BCL, Commission européenne

28 Les réponses à cette question ne sont pas intégrées au calcul de l'indicateur de confiance des consommateurs.

Encadré 2 :

## QUEL EST LE NIVEAU DE CULTURE FINANCIÈRE AU LUXEMBOURG ?

Les individus prennent des décisions financières en tant que consommateurs, investisseurs, travailleurs et entrepreneurs. La qualité de ces décisions dépend de la facilité avec laquelle ils ont accès à l'éducation financière et le niveau de culture financière<sup>29</sup> qu'ils ont atteint. L'OCDE vient de publier un rapport sur l'éducation financière en Europe<sup>30</sup> en réaction à l'intérêt croissant pour ce sujet manifesté depuis la crise financière par les gouvernements et les institutions européennes. Dans la littérature académique, diverses études ont établi que les ménages avec une meilleure culture financière ont mieux réagi aux chocs macroéconomiques<sup>31</sup>, qu'ils adoptent des stratégies d'investissement plus sophistiquées<sup>32</sup> et qu'ils sont plus susceptibles de planifier leur futur<sup>33</sup>. Des études indiquent également que la culture financière encourage les ménages à utiliser le crédit<sup>34</sup> et qu'elle peut avoir pour effet de réduire les coûts d'emprunt<sup>35</sup> en leur fournissant la confiance nécessaire afin d'analyser les conditions associées aux crédits et en développant leur intérêt pour le fonctionnement des marchés financiers<sup>36</sup>. En améliorant les décisions d'épargne et d'investissement des individus, la culture financière renforce les effets de la politique monétaire, soutient la stabilité financière et facilite le bon fonctionnement de l'économie dans son ensemble. Les banques centrales s'intéressent également à la culture financière en raison notamment de son impact sur les inégalités<sup>37</sup>.

En plus des décideurs de politique économique et du monde académique, le public en général est également conscient de l'importance de la culture financière. Selon une enquête internationale conduite en 2013<sup>38</sup>, 77 % des résidents au Luxembourg (76 % en Europe) partagent l'opinion que l'éducation financière doit figurer au programme scolaire au niveau national. Cependant, seulement 21 % des résidents au Luxembourg (13 % en Europe) déclarent avoir suivi des cours d'éducation financière pendant leur scolarisation. Dans l'ensemble de l'Union européenne, 26 % des résidents déclarent faire confiance à leurs amis pour leur éducation financière et 17 % indiquent avoir recours à l'auto-apprentissage.

En général, le niveau de culture financière varie fortement à travers les pays, avec de meilleures performances parmi les pays à revenu plus élevé<sup>39</sup>. Cet encadré fournit les premiers résultats sur la culture financière au Luxembourg tels qu'ils ressortent de la deuxième vague de l'enquête sur le comportement financier et de consommation des ménages au Luxembourg (LU-HFCS). Cette enquête, conduite conjointement par la Banque centrale du Luxembourg et le Luxembourg Institute of Socio-Economic Research (LISER) en 2014, a interrogé 1 601 ménages afin de rassembler des informations détaillées sur leurs caractéristiques, patrimoines, revenus et consommations. Pour la première fois, l'enquête de 2014 a incorporé de questions qui servent à mesurer le niveau de culture financière. Les résultats ont été pondérés pour les rendre représentatifs de l'entière population des ménages résidents au Grand-Duché.

Quatre questions à choix multiple visaient différents domaines de la culture financière. Elles évaluaient les connaissances portant sur (1) les crédits hypothécaires à taux fixe ou variable, (2) l'inflation, (3) la diversification de portefeuille et (4) le niveau de risque associé à certains types d'investissement financier. Les réponses à ces questions ont été fournies par la

29 La culture financière (en anglais "financial literacy") indique le même concept que "connaissances financières" ou "compétences financières".

30 OECD (2016) *Financial Education in Europe: trends and recent developments*, Paris.

31 Klapper, L., Lusardi, A. et Panos, G.A. (2013) "Financial literacy and its consequences: Evidence from Russia during the financial crisis," *Journal of Banking & Finance* 37(10): 3904-3923.

32 Bucher-Koenen, T. et Ziegelmeier, M. (2014): "Once burned, twice shy? Financial literacy and wealth losses during the financial crisis," *Review of Finance* 18(6); Jappelli, T. et Padula, M. (2013): "Investment in financial literacy and saving decisions," *Journal of Banking & Finance* 37(8).

33 Lusardi, A. et Mitchell, O.S. (2008): "Planning and Financial Literacy: How Do Women Fare?" *American Economic Review: Papers & Proceedings* 98(2).

34 Xu, L. et Zia, B. (2012): "Financial Literacy around the World: An Overview of the Evidence with Practical Suggestions for the Way Forward," *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 6107.

35 Lusardi, A. et Tufano, P. (2009): "Debt Literacy, Financial Experiences, and Overindebtedness", NBER Working Paper No. 14808.

36 Disney, R. et Gathergood, J. (2013): "Financial literacy and consumer credit portfolios," *Journal of Banking & Finance*, 37(7): 2246-2254.

37 Bullard, J. (2016): "Economic Inequality and Possible Policy Responses," *Federal Reserve Bank of St. Louis*; Mersch, Y. (2014) "Monetary policy and economic inequality," BCE; Yellen, J. (2014) "Perspectives on Inequality and Opportunity from the Survey of Consumer Finances," *Federal Reserve Board*.

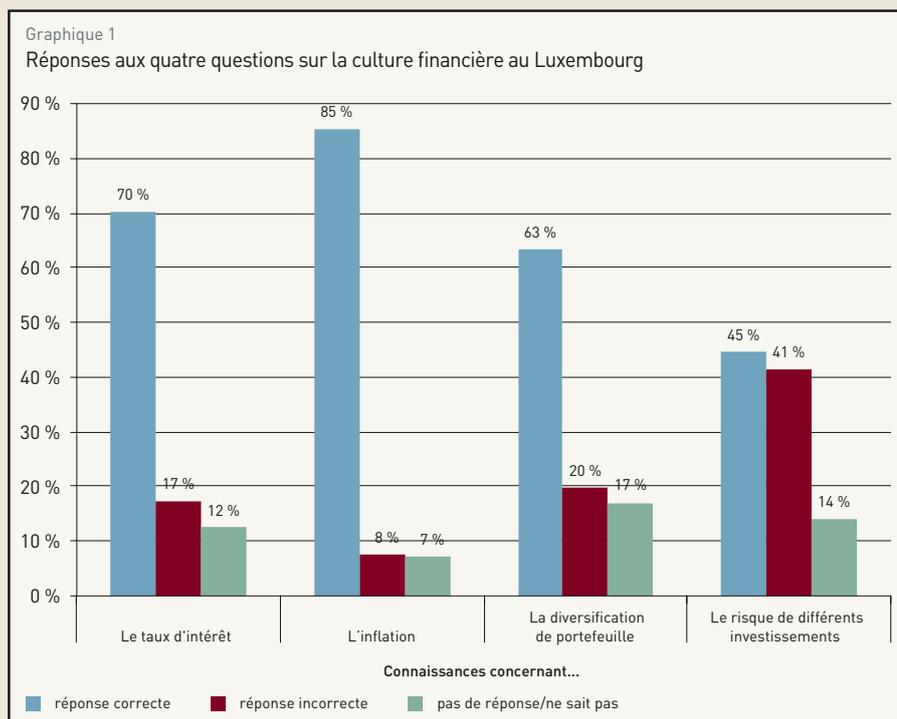
38 L'enquête ING International Survey (IIS) s'est concentrée sur l'éducation financière en 2013. Cette enquête a interrogé 12 000 individus dans 12 pays européens.

39 Atkinson, A. et Messy, F. (2012): "Measuring Financial Literacy: Results of the OECD / International Network on Financial Education (INFE) Pilot Study," *OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions*, No. 15.

personne de chaque ménage qui avait les meilleures connaissances dans le domaine financier. Les questions (2) et (3) font partie d'un test standard utilisé pour mesurer le niveau de culture financière et elles ont figuré dans différentes enquêtes internationales<sup>40</sup>. La question (2) concerne la culture financière de base, tandis que les questions (3) et (4) requièrent des connaissances plus avancées<sup>41</sup>. Quand un ménage a choisi la catégorie « pas de réponse/ne sait pas », cette réponse n'a pas été imputée (c'est-à-dire estimée à partir d'autres réponses et caractéristiques du ménage) puisqu'elle représente une information utile pour l'évaluation de la culture financière.

Selon les résultats, 85 % des ménages au Luxembourg ont une bonne compréhension du phénomène de l'inflation, 70 % maîtrisent la différence entre un prêt hypothécaire à taux fixe et un prêt à taux variable, 63 % connaissent le lien entre le niveau de diversification d'un portefeuille et le risque associé et 45 % savent distinguer le niveau de risque associé à certains types d'investissement financier (voir graphique 1). Pour les trois premières questions, la catégorie « pas de réponse/ne sait pas » a été choisie par presque autant de ménages que la mauvaise réponse. Les ménages qui ont sélectionné « pas de réponse/ne sait pas » pourraient signaler par ce choix qu'ils étaient conscients que leurs connaissances étaient limitées dans ce domaine. Cette conscience de leurs limites pourrait leur permettre d'éviter de prendre des décisions financières risquées ou au moins de consulter des personnes avec plus de connaissances dans le domaine financier. Par contre, pour la question (4) sur le risque attaché à certains types d'investissements financiers, 45 % des ménages ont fourni la réponse correcte tandis que 41 % ont choisi la mauvaise réponse. Ce résultat indique une compréhension plus limitée de ce domaine, ce qui peut s'expliquer par la difficulté de la question. Les résultats agrégés indiquent que 28 % des ménages ont répondu correctement aux quatre questions, 31 % ont fourni trois réponses correctes, 23 % ont fourni deux réponses correctes, 15 % ont fourni une seule réponse correcte et 4 % n'ont pas pu répondre correctement à aucune des questions.

Pour les questions (2) et (3), les résultats au Luxembourg peuvent être comparés à ceux provenant d'enquêtes similaires dans d'autres pays<sup>42</sup>. Il en ressort que la culture financière au Luxembourg est relativement élevée en comparaison internationale (voir graphique 2). Pour la question sur l'inflation, la part des réponses correctes est la plus élevée au Luxembourg (85 %), suivi par la Nouvelle-Zélande (81 %). Pour la question sur la diversification de portefeuille, la part des réponses correctes est plus élevée aux Etats-Unis (68 %), suivi par le Luxembourg (63 %). Il est à noter que ces comparaisons ne tiennent pas compte des différents niveaux d'âge, de revenu ou d'éducation à travers les pays.



Source : Calculs BCL à partir de LU-HFCS (2014), données pondérées mais pas imputées.

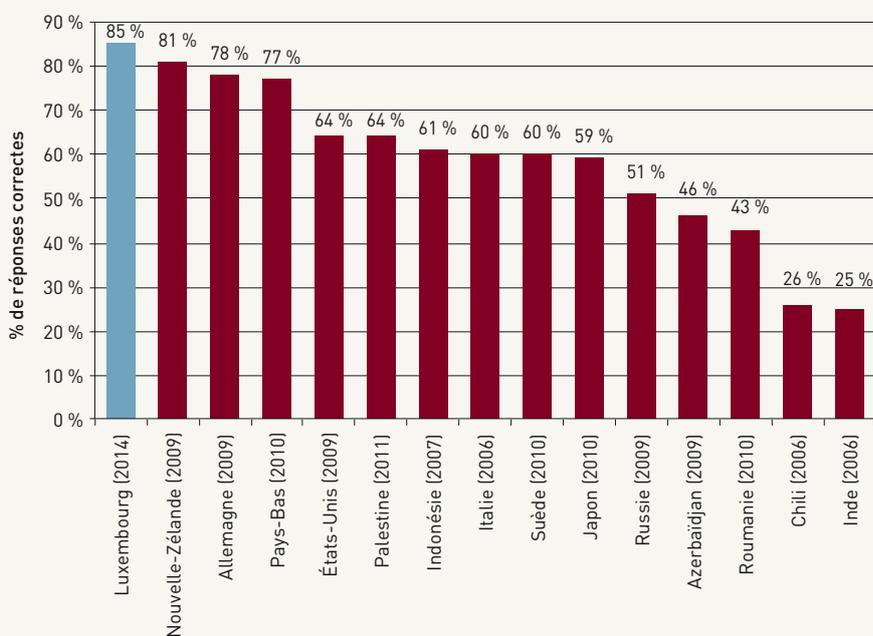
40 Lusardi, A. et Mitchell, O.S. (2011): "Financial Literacy and Planning: Implications for Retirement Well-being," in Mitchell & Lusardi (eds.): "Financial Literacy: Implications for Retirement Security and the Financial Marketplace," Oxford University Press.

41 Van Rooij, M., Lusardi, A. et Alessie, R. (2011): "Financial literacy and stock market participation," Journal of Financial Economics 101(2).

42 Lusardi et Mitchell (2008), ibid.

Graphique 2a

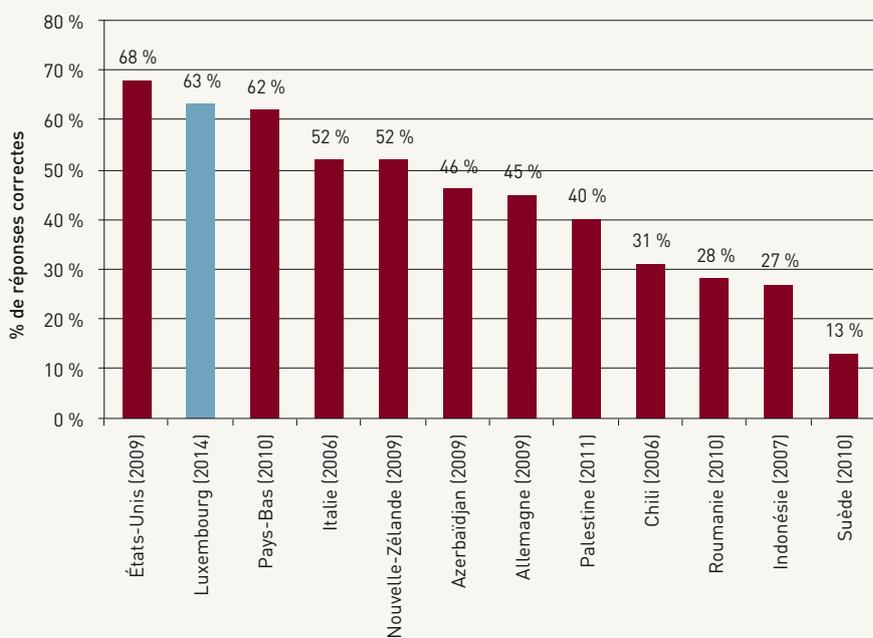
## Compréhension de l'inflation



Source : Pour le Luxembourg, calculs BCL à partir de LU-HFCS (2014), données pondérées mais pas imputées. Pour les autres pays, Xu et Zia (2012) World Bank Research Policy Paper G107.

Graphique 2b

## Compréhension de la diversification de portefeuille



Source : Pour le Luxembourg, calculs BCL à partir de LU-HFCS (2014), données pondérées mais pas imputées. Pour les autres pays, Xu et Zia (2012) World Bank Research Policy Paper G107.

43 Xu et Zia (2012), *ibid.*, p. 9.

Le graphique 3 indique que les ménages au Luxembourg tendent à avoir un niveau de culture financière plus faible si la personne avec plus de connaissances financières est une femme, une personne relativement jeune ou relativement âgée, ou une personne avec un niveau d'études faible. Le niveau de culture financière est également plus limité parmi les ménages dont le revenu brut est plus faible ou le patrimoine net est plus limité. Ces résultats sont cohérents avec ceux rapportés pour d'autres pays<sup>43</sup>.

Afin d'améliorer la culture financière des résidents luxembourgeois, la BCL propose une offre didactique et participe à plusieurs initiatives au niveau national et dans la zone euro.

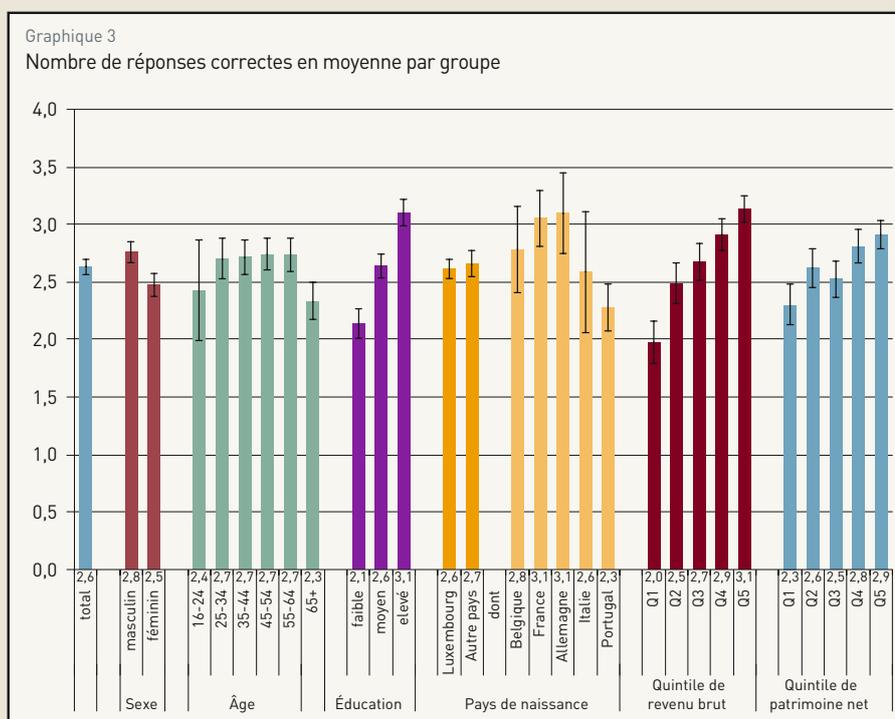
Parmi celles-ci, Generation Euro Students' Award est un concours ouvert à tous les lycéens de 16 à 19 ans de l'enseignement classique et technique qui leur permet de tester et d'approfondir leurs connaissances sur la politique monétaire et sur le fonctionnement de l'économie.

De plus, la BCL prend part à D'Woch vun de Suen, une initiative qui vise à enseigner des fondamentaux d'éducation financière à des élèves de l'enseignement primaire. Les près de 600 enfants qui ont participé à l'édition 2016 ont bénéficié de présentations sur l'établissement et la gestion adéquate d'un

budget. Ils ont pu appliquer les connaissances acquises dans une brochure de jeux éducatifs préparée pour l'occasion.

En outre, la BCL organise des séminaires de formation pour professeurs en sciences économiques et propose des présentations didactiques à des groupes de lycéens et d'universitaires issus d'établissements luxembourgeois et étrangers.

Enfin, la BCL a lancé en janvier 2015 son programme d'accueil de groupes de visiteurs externes. Ce programme permet à des groupes de 15 à 25 personnes de s'inscrire à une présentation sur l'histoire de la BCL et de la monnaie luxembourgeoise ainsi que sur les missions actuelles de la BCL. Un groupe de visiteurs par mois peut être accueilli sur simple demande. Cette initiative correspond à une volonté de la BCL de mieux faire connaître ses missions européennes et nationales auprès du grand public.



Source : Calculs BCL à partir de LU-HFCS (2014), données pondérées mais pas imputées. Intervalles de confiance à 95 %.

## 1.2.5 La croissance économique

### Comptes annuels

La première estimation du PIB en volume pour l'année 2015 a fait ressortir une hausse du PIB réel de 4,8 % en 2015, après une hausse de 4,1 % l'année précédente<sup>44</sup>. Plus précisément, en 2015, les consommations privée et publique ont progressé de respectivement 0,1 % et 2,7 %. La formation brute de capital fixe s'est inscrite en baisse de 2,9 %, après une hausse de 9,9 % en 2014 (cette dernière évolution devant cependant être examinée à l'aune de la forte volatilité inhérente aux transactions sur avions et satellites). De leur côté, les exportations ont progressé de 7,0 %, tandis que les importations ont augmenté de 6,5 %, dans les deux cas essentiellement via le commerce extérieur de services. La performance de l'économie luxembourgeoise en 2015 a été par ailleurs principalement imputable aux exportations nettes, dont la contribution à la croissance économique s'est établie à hauteur de 3,2 p.p., après 0,3 p.p. seulement l'année précédente.

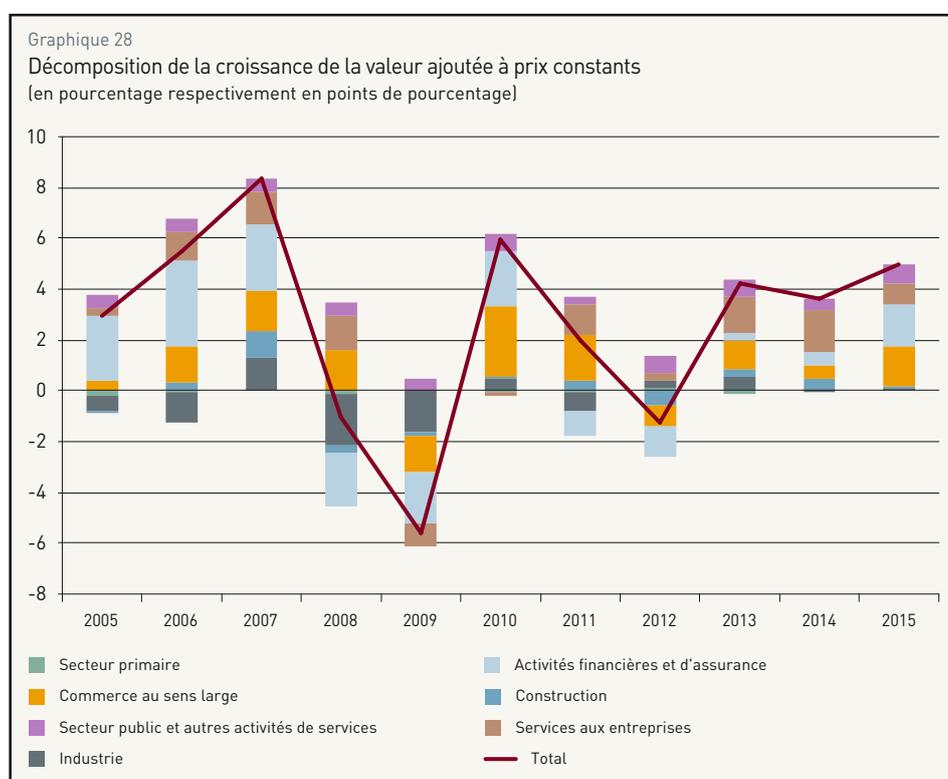
44 Le PIB en volume a atteint 45 767 millions d'euros en 2015, après 43 650 millions d'euros l'année précédente.

Tableau 17 :

**Croissance du PIB réel et des composantes de la demande**  
(en pourcentage par rapport à l'année précédente)

	2012	2013	2014	2015
Consommation privée	2,7	0,9	3,7	0,1
Consommation publique	3,6	3,9	4,5	2,7
Formation brute de capital fixe	-0,3	-7,2	9,9	-2,9
Exportations	0,2	6,9	6,8	7,0
Importations	1,5	5,7	8,0	6,5
Exportations nettes	-6,1	13,1	1,0	9,9
Produit intérieur brut	-0,8	4,3	4,1	4,8

Source : STATEC (aux erreurs d'arrondi près)



En 2015, la progression de la valeur ajoutée, exprimée en termes réels, s'explique principalement par la bonne performance du secteur financier. Rappelons que l'environnement international et européen ainsi que l'évolution sur les marchés financiers ont été très favorables au cours de la première moitié de l'année sous revue. Ces facteurs se sont répercutés sur le secteur des fonds d'investissement et sur les exportations de services financiers. La deuxième moitié de l'année s'est, en revanche, révélée moins favorable. Cette période s'est soldée par un repli du patrimoine net des OPC par rapport au pic historique enregistré au deuxième trimestre, avec des répercussions négatives sur les revenus sur commissions des banques. En ce qui concerne le secteur commercial au sens large, la contribution de 1,6 p.p. à la croissance de la valeur ajoutée

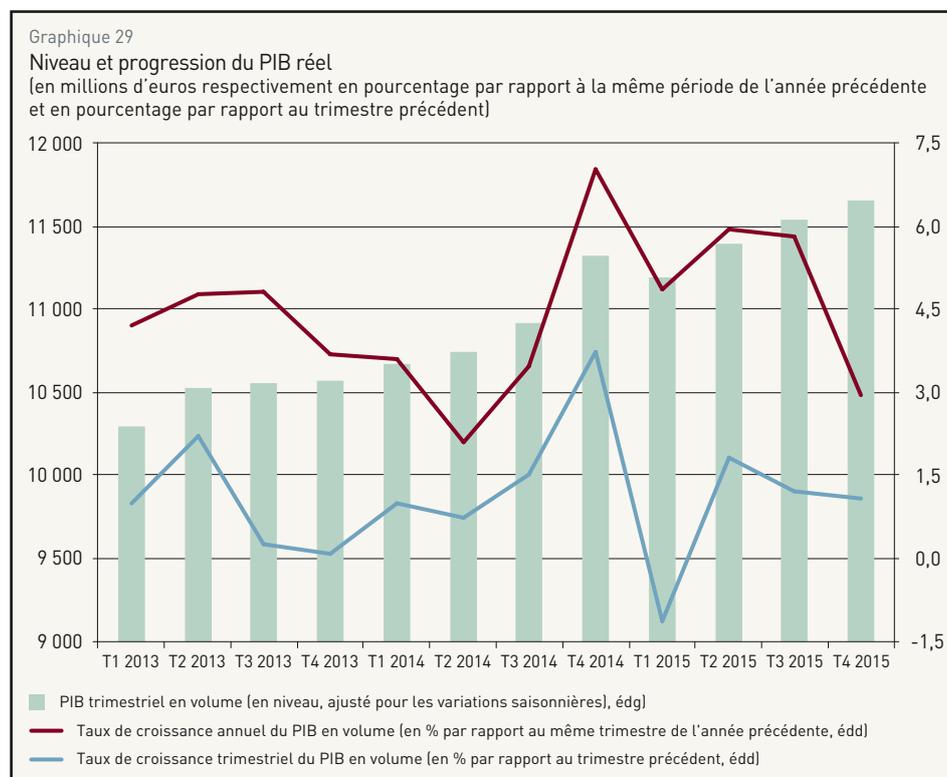
s'explique exclusivement par la hausse de l'activité dans les sous-secteurs des transports et de l'information et communication. Au contraire, le commerce (et l'Horeca) ont connu une baisse de leur valeur ajoutée, sans doute en contrecoup de l'adaptation des taux de TVA en janvier 2015 et des achats « anticipés » des consommateurs en fin d'année 2014.

### Comptes trimestriels

La première estimation de la croissance pour le quatrième trimestre 2015 a fait ressortir une hausse du PIB réel de 1,1 % par rapport au troisième trimestre 2015. En glissement annuel, le PIB a affiché une progression de 2,9 %, ce qui constitue une décélération importante par rapport au rythme de croissance annuelle des trimestres précédents.

Ces développements indiquent aussi que l'acquis de croissance pour l'ensemble de l'année 2016 aurait atteint 1,9 % à l'issue du quatrième trimestre 2015. Rappelons que l'acquis de croissance « d'une variable pour une année N correspond au taux de croissance de la variable entre l'année N-1 et l'année N que l'on obtiendrait si la variable demeurait jusqu'à la fin de l'année N au niveau du dernier trimestre connu »<sup>45</sup>. Dans notre cas, cela consiste à calculer le taux de croissance du PIB en volume pour l'année 2016 (N) et par rapport à 2015 (N-1), en reportant le niveau du PIB trimestriel réel observé au dernier trimestre 2015 (soit 11 656 millions d'euros) sur les quatre trimestres de 2016.

Une ventilation des composantes de la demande révèle qu'au quatrième trimestre 2015 et en glissement annuel, la consommation publique aurait progressé de 1,5 % alors que la consommation privée aurait diminué de 0,8 %, en raison d'un effet de base négatif. Rappelons que l'évolution de la consommation privée, telle qu'observée au tournant de l'année 2014/2015, s'explique, en partie du moins, par des achats d'anticipation des ménages compte tenu de la hausse annoncée de la TVA au 1<sup>er</sup> janvier 2015. La formation brute de capital fixe se serait contractée de 14,9 % (après la légère hausse de 0,2 % le trimestre précédent). Les exportations auraient pour leur part enregistré une augmentation de 3,9 % au cours du trimestre sous revue alors que les importations auraient progressé de 2,9 %. En glissement trimestriel, la consommation publique et la formation brute de capital fixe se seraient contractées respectivement de 0,3 % et 7,2 %. La consommation privée aurait augmenté de 0,7 % par rapport au troisième trimestre 2015.



Source : STATEC (aux erreurs d'arrondis près), calculs BCL

45 Source : Institut National de la Statistique et des Etudes Economiques (INSEE) – Définition, méthodes et qualité.

Tableau 18 :

**Croissance du PIB réel et des composantes de la demande**

(données en volumes corrigées des variations saisonnières, en %)

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE					POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT				
	T4 2014	T1 2015	T2 2015	T3 2015	T4 2015	T4 2014	T1 2015	T2 2015	T3 2015	T4 2015
Consommation privée	4,3	0,1	1,1	0,2	-0,8	1,8	-2,8	1,8	-0,5	0,7
Consommation publique	5,0	4,3	2,2	2,8	1,5	0,9	-0,3	0,3	1,7	-0,3
Formation brute de capital fixe	21,9	6,0	-0,1	0,2	-14,9	8,3	-1,5	-11,5	5,7	-7,2
Exportations	8,8	9,4	8,3	6,7	3,9	3,1	1,4	1,1	1,0	0,3
Importations	12,3	8,5	8,8	6,1	2,9	3,7	1,0	-0,1	1,5	0,5
PIB réel	7,0	4,9	5,9	5,8	2,9	3,7	-1,1	1,8	1,2	1,1

Source : STATEC (aux erreurs d'arrondi près), calculs BCL

Au niveau sectoriel et par rapport au même trimestre de l'année précédente, la valeur ajoutée brute aurait sensiblement augmenté dans le secteur « information et communication » (+7,2 %), dans l'industrie (+5,9 %) et dans le secteur primaire (+4,8 %). Comme évoqué précédemment, la hausse de la valeur ajoutée dans le secteur commercial au sens large (2,7 % au quatrième trimestre 2015 en base annuelle) est exclusivement imputable à la progression de l'activité dans le sous-secteur des transports, l'activité ayant enregistré une contraction en glissement annuel dans le commerce et l'Horeca. Par ailleurs, l'essoufflement de la croissance de la valeur ajoutée dans le secteur financier est sans doute lié au contexte financier difficile observé au cours de la deuxième moitié de l'année 2015. En glissement trimestriel, la valeur ajoutée se serait inscrite en baisse dans les services aux entreprises (-1,7 %) et dans le secteur public au sens large (-0,1 %), tandis que tous les autres secteurs auraient enregistré une progression positive (ou nulle dans le secteur primaire).

Tableau 19 :

**Croissance de la valeur ajoutée par branche économique**

(données en volumes corrigées des variations saisonnières, en %)

	POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE					POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT				
	T4 2014	T1 2015	T2 2015	T3 2015	T4 2015	T4 2014	T1 2015	T2 2015	T3 2015	T4 2015
Agriculture, sylviculture et pêche	23,5	16,7	5,0	10,0	4,8	5,0	-	-	4,8	-
Industrie, y compris énergie et distribution d'eau	-3,5	-2,5	2,1	0,2	5,9	-0,1	0,1	1,9	-1,8	5,5
Construction	5,7	-4,6	2,0	5,3	0,3	6,1	-4,3	2,6	1,3	0,7
Commerce, transports, hébergement et restauration	3,3	4,3	2,6	4,7	2,7	1,7	0,8	0,2	1,7	0,2
Information et communication	0,8	26,5	19,9	12,2	7,2	4,9	5,5	0,9	0,5	0,3
Activités financières et d'assurance	11,1	8,3	9,6	6,4	2,7	4,4	-2,0	2,3	1,7	0,4
Activités immobilières	7,1	3,2	3,7	2,6	2,2	1,1	-	1,2	0,2	0,8
Services aux entreprises et location	13,2	0,9	5,2	10,8	1,9	6,6	-1,8	3,5	2,2	-1,7
Administrations publiques, éducation et santé	2,4	4,5	3,8	4,5	3,8	1,5	1,5	0,7	1,1	-0,1
Autres activités de services	1,5	3,2	2,0	1,0	0,5	1,0	-	-	-	0,5
Valeur ajoutée totale	5,9	5,3	6,0	5,8	3,1	3,2	-0,1	1,3	1,2	0,7
PIB réel	7,0	4,9	5,9	5,8	2,9	3,7	-1,1	1,8	1,2	1,1

Source : STATEC (aux erreurs d'arrondi près), calculs BCL

Toutes ces informations doivent être interprétées avec prudence au regard de leur caractère provisoire. Les comptes nationaux sont en effet sujets à révisions au fur et à mesure que de nouvelles informations deviennent disponibles. Dans ce contexte, il convient de mentionner que la plus récente version des comptes nationaux trimestriels, publiée en mars 2016, a apporté des révisions aux chiffres publiés précédemment. Ces révisions ont engendré les modifications suivantes du profil de croissance annuelle : 4,9 % au lieu de 5,5 % pour le premier trimestre 2015 et 5,9 % au lieu de 6,2 % pour le deuxième trimestre. Au troisième trimestre, le PIB en volume aurait connu une progression de 5,8 % (au lieu de 5,5 %) en rythme annuel<sup>46</sup>.

### 1.2.6 Les projections macroéconomiques de juin 2016

Les dernières projections macroéconomiques de la BCL, élaborées dans un contexte conjoncturel moins porteur, datent de décembre 2015<sup>47</sup>. Au deuxième semestre 2015, le commerce mondial avait renoué avec la croissance mais son faible dynamisme conjugué au ralentissement dans les économies émergentes avait donné lieu à des craintes d'une croissance mondiale durablement plus faible. Dans la zone euro, malgré l'adoption par le Conseil des gouverneurs de la BCE fin 2014 et début 2015 de nombreuses mesures non conventionnelles, l'activité économique montrait de nouveaux signes d'affaiblissement. Au Luxembourg, l'évolution défavorable des marchés boursiers et les indicateurs d'activité suggéraient un ralentissement dans le secteur financier. Par contre, la bonne portée du marché du travail et la baisse du chômage partiel semblaient témoigner d'une expansion dans la plupart des autres secteurs de l'économie. Dans ce contexte, la BCL prévoyait une décélération de la croissance du PIB réel de 4,1 % en 2014 à 3,5 % en 2015 et une poursuite de la croissance proche de ce niveau jusqu'en 2017.

#### *Évolutions récentes*

Depuis les projections de décembre 2015, le diagnostic conjoncturel a été mitigé. La publication au printemps 2016 des comptes nationaux annuels pour l'année 2015 a été largement favorable. Malgré le repli de l'activité au premier trimestre 2015, le PIB réel aurait progressé de 4,8 % en moyenne en 2015 par rapport à l'année 2014. Il s'agirait du taux de croissance le plus élevé depuis 2010.

L'évolution de l'activité au quatrième trimestre de l'année 2015, telle que recensée par les comptes nationaux trimestriels publiés, aurait toutefois montré des signes de ralentissement par rapport à la croissance moyenne des quatre trimestres précédents. Ainsi, le taux de variation annuel au quatrième trimestre n'aurait plus été que de 2,9 %. L'acquis de croissance pour l'ensemble de l'année 2016, tel qu'enregistré à la fin du quatrième trimestre 2015 sur la base des seuls comptes nationaux trimestriels, se chiffrerait à 1,9 %.

S'agissant du premier trimestre de l'année 2016, les évolutions sur les marchés financiers ont été défavorables. Malgré les annonces faites par le Conseil des gouverneurs de la BCE relatives à de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire en décembre 2015 et en mars 2016, les marchés boursiers se sont repliés de 17 % entre novembre 2015 et février 2016. C'est dans ce contexte que la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC a chuté de 4,6 % au premier trimestre 2016, enregistrant ainsi sa baisse la plus importante depuis 2008. Conjugué au repli trimestriel de 2,8 % au troisième trimestre 2015, l'acquis de croissance de la VNI fin mars pour l'ensemble de l'année 2016 est de -3 %. Il faudra en conséquence une hausse lors des neuf mois restants de l'année pour éviter une variation annuelle négative.

<sup>46</sup> Il convient de noter que les révisions les plus importantes (à la hausse ou à la baisse) ont été observées dans le secteur des services aux entreprises en ce qui concerne les premier et troisième trimestres 2015 et la branche « information et communication » pour ce qui est du deuxième trimestre. Au niveau des composantes de la demande, les plus fortes révisions de croissance ont été enregistrées au niveau de la consommation privée et de la formation brute de capital fixe aux premier et deuxième trimestres 2015. Le troisième trimestre 2015 a pour sa part été marqué par une forte révision à la baisse de la progression annuelle de la formation brute de capital fixe.

<sup>47</sup> Voir Bulletin 2015/3, pp. 59-67.



L'industrie des fonds d'investissement, après quatre années d'accélération consécutives, connaîtra donc au mieux un ralentissement de l'essor de ses activités en 2016. Le manque de dynamisme dans ce secteur, qui a été un moteur de la croissance au cours des dernières années au Luxembourg, devrait aussi se répercuter sur la progression du PIB réel.

En ce qui concerne le secteur non financier, l'accélération de la croissance au premier trimestre 2016 avec 0,6 % du PIB réel dans la zone euro devrait *a priori* avoir des répercussions positives sur le secteur marchand au Luxembourg. Les résultats des enquêtes d'opinion dans l'industrie se sont d'ailleurs fortement redressés au cours des derniers mois. La bonne portée du marché du travail dans son ensemble suggère aussi une résilience dans le reste de l'économie.

Au total, sur base de ces constats et après un début d'année difficile pour le secteur financier, il n'y a pas d'indications qui suggéreraient un affaiblissement important et durable de la croissance au Luxembourg. L'activité économique devrait donc renouer avec la croissance à partir du second trimestre 2016 et se renforcer par la suite.

#### ***Hypothèses techniques et environnement international***

Les projections macroéconomiques de la BCL font partie intégrante de l'exercice de projection commun de l'Eurosystème. Elles se basent, entre autres, sur un ensemble d'hypothèses dites techniques. Celles-ci sont dérivées de divers indicateurs financiers observés au moment de la finalisation de l'exercice et elles reflètent l'opinion moyenne des opérateurs des marchés financiers quant à l'évolution future de ces indicateurs. Le détail de ces hypothèses est présenté dans le tableau 20.

La baisse vertigineuse du prix du pétrole, qui a débuté en juillet 2014, s'est poursuivie jusqu'en janvier 2016 lorsque le cours moyen du baril a atteint un niveau inférieur à 32 dollars. Le cours du baril s'est ensuite redressé jusqu'au mois de mai pour atteindre un niveau moyen de 45 dollars environ. D'après les hypothèses basées sur les prix des contrats à terme, la baisse du prix du pétrole devrait, en moyenne annuelle, se poursuivre en 2016. Le prix du pétrole devrait ensuite se redresser en 2017 et continuer à croître en 2018. Par rapport aux prévisions de décembre 2015, les hypothèses concernant le prix du pétrole ont été sensiblement révisées à la baisse pour 2016 et 2017.

Rappelons que la baisse du prix du pétrole s'explique en partie par un excédent d'offre de la part des pays producteurs mais aussi par la modération de la demande mondiale suite au ralentissement économique dans plusieurs pays émergents dont la Chine. Ainsi, en 2016, le commerce mondial est supposé progresser de manière contenue avec une croissance de 1,8 % seulement, avant de s'accélérer par la suite. Parallèlement, la croissance du PIB mondial - qui a été entièrement revue à la baisse sur l'horizon de projection - devrait se stabiliser en 2016 avant d'accélérer en 2017 et s'établir à 3,8 % en 2018. Ce chiffre est nettement inférieur au taux observé en moyenne sur les cinq années précédant la crise (soit +4,9 % en moyenne entre 2003 et 2007).

La croissance de la demande internationale adressée au Luxembourg devrait pour sa part décélérer en 2016 avant de s'accélérer en 2017 et progresser de 4,6 % en 2018. Rappelons que le concept de la demande internationale adressée au Luxembourg consiste en un indicateur synthétique de l'impact de la dynamique des économies mondiale et européenne sur l'économie luxembourgeoise. Elle est calculée en fonction des importations de ses partenaires commerciaux et constitue un facteur clef pour une économie fortement tournée vers l'extérieur. Cette demande externe a été révisée à la baisse en 2016 et 2017.

Les marchés boursiers, dont l'évolution est synthétisée par l'indice Eurostoxx, sont sensés reculer en moyenne de près de 11 % en 2016 et de manière plus modérée par la suite. La baisse de cet indice

anticipée pour 2016 est sensiblement plus marquée que celle qui prévalait dans le cadre des hypothèses de l'exercice de projections de décembre 2015. Les marchés boursiers devraient ensuite reculer en 2017 à un rythme quasi similaire à celui prévu lors de l'exercice précédent. Les mesures de politique monétaire mises en œuvre par l'Eurosystème ont pour leur part fait baisser les taux d'intérêt. Enfin, les hypothèses sur le taux de change de l'euro ont été légèrement révisées à la hausse : l'euro devrait ainsi se situer aux alentours de 1,14 dollars sur l'ensemble de l'horizon de projection.

Par rapport à l'exercice de décembre 2015, les hypothèses techniques sont, dans leur ensemble, moins favorables pour l'année 2016. La baisse anticipée des marchés boursiers est significative et, associée à des perspectives moins favorables qu'attendu pour la croissance mondiale et la demande mondiale, devrait affecter négativement le PIB en 2016. En ce qui concerne l'année 2017, les hypothèses ressortant des marchés financiers sont en général plus favorables que celles qui prévalaient en décembre dernier (prix du pétrole basé sur les *futures*, taux d'intérêt et cours boursiers), le taux de change de l'euro étant l'exception ; la demande mondiale, bien que révisée à la baisse, accélérerait en 2017. Les nouvelles hypothèses techniques plaideraient donc pour un scénario de croissance moins porteur pour l'économie luxembourgeoise en 2016 mais plus propice à la croissance en 2017.

Tableau 20 :

**Projections de l'Eurosystème et hypothèses techniques**  
(taux de variation annuels en l'absence d'indications contraires)<sup>48</sup>

	2015	2016	2017	2018
Prix du pétrole en \$/bl	52,4 [-2,6]	43,4 [-16,9]	49,1 [-14,6]	51,3
Taux de change \$/€	1,11 [0,0]	1,13 [+0,04]	1,14 [+0,05]	1,14
Taux d'intérêt à 3 mois (niveau en %)	0,0 [0,0]	-0,3 [-0,1]	-0,3 [-0,2]	-0,3
Taux d'intérêt à 10 ans (niveau en %)	1,2 [0,0]	0,9 [-0,5]	1,1 [-0,6]	1,4
Eurostoxx (évolution en %)	11,8 [-0,3]	-10,8 [-9,0]	-2,0 [+0,6]	-2,4
Commerce mondial (hors zone euro)	0,7 [+0,2]	1,8 [-1,1]	3,5 [-0,3]	4,0
PIB mondial (hors zone euro)	3,1 [0,0]	3,1 [-0,5]	3,7 [-0,2]	3,8
PIB zone euro	1,6 [+0,1]	1,6 [-0,1]	1,7 [-0,2]	1,7
Demande internationale adressée au Luxembourg	4,2 [+0,5]	3,9 [-0,2]	4,5 [-0,4]	4,6

Source : BCE

Au-delà des hypothèses purement techniques, les projections de la BCL s'insèrent dans le scénario de l'Eurosystème pour la zone euro. Ce scénario est décrit en détail au chapitre 1.1.8 de ce bulletin. Il prévoit une stabilisation de la croissance à +1,6 % en 2016 suivie d'une légère hausse à + 1,7 % en 2017 et en 2018.

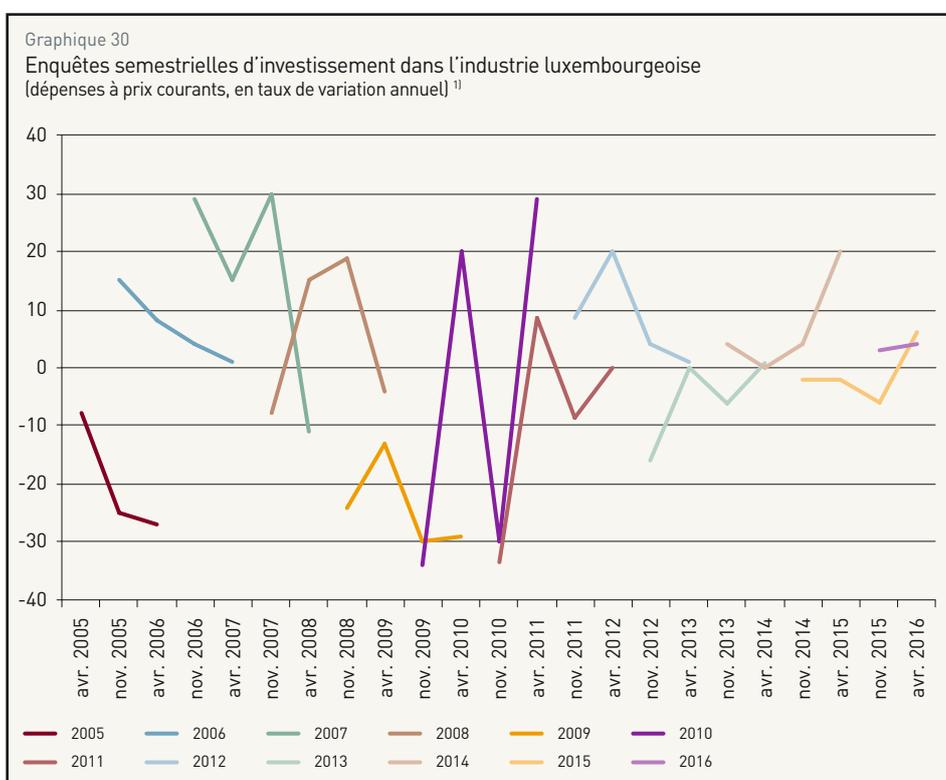
### 1.2.6.1 Projections du PIB réel et de ses composantes

Les projections de la BCL de juin 2016 font état d'une progression du PIB réel en 2016 de l'ordre de 3,4 %, soit 0,2 p.p. de moins qu'anticipé auparavant. Cette révision à la baisse est surtout le résultat de la volatilité sur les marchés financiers en début d'année et de son impact négatif sur le secteur financier et l'industrie des fonds d'investissement en particulier. Couplé à la surprise positive d'une croissance en 2015 plus forte qu'anticipée, cette projection implique aussi que l'activité économique ralentirait davantage en 2016 que prévu initialement. La projection de croissance pour l'année 2017 se situe désormais autour de 4,2 %, soit 0,6 p.p. de plus qu'anticipé auparavant. L'accélération de la

<sup>48</sup> Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de décembre 2015. Celles-ci sont calculées en pourcentage pour les variables en niveau, en différence pour les taux de croissance et en points de pourcentage pour les taux d'intérêt et les rendements obligataires.

croissance et la révision à la hausse des projections sont le résultat de l'amélioration des conjonctures internationale et européenne et de l'hypothèse d'un renouement avec la croissance dans l'industrie des fonds d'investissement. Pour l'année 2018, la croissance pourrait décélérer à 3,9 % dans le contexte de la relative stabilisation de la croissance mondiale et européenne. Compte tenu des hypothèses faites au niveau des taux d'intérêt, du taux de change et des prix du pétrole, qui se maintiendraient durablement à des niveaux plus bas, des effets positifs sur la croissance devraient aussi se manifester au cours de la période de projection, sous l'influence notamment de la demande domestique. Ceci explique la persévérance d'une croissance robuste, supérieure à la croissance dans la zone euro et aussi supérieure à la croissance luxembourgeoise post-crise.

En début d'année, le gouvernement a annoncé une série de mesures d'allègements de la fiscalité directe pour les personnes physiques et les personnes morales prenant effet à partir de l'année 2017. Selon les estimations de la BCL, le coût budgétaire de ces mesures se chiffrerait autour de 1,5 % du PIB en 2017, dont approximativement les deux-tiers bénéficieraient aux personnes physiques. Ces allègements fiscaux augmentent le pouvoir d'achat des ménages et la capacité d'investissement des entreprises, mais une partie de cette augmentation des revenus sera épargnée et n'aura donc pas d'incidence sur l'activité économique. De plus, étant donné l'ouverture de l'économie luxembourgeoise, des parts importantes de la consommation et de l'investissement privé sont importées, ce qui tend à réduire leur impact sur le PIB national. Compte tenu de l'importance de ces « fuites » et selon nos estimations, les allègements fiscaux pourraient avoir un impact cumulé sur la progression du PIB réel d'environ 0,5 %, ce qui correspond à un multiplicateur implicite d'environ un-tiers. Dans nos projections, cet impact se concrétise à parts égales de 0,25 % en 2017 et en 2018. Dans une petite économie largement ouverte comme celle du Luxembourg, la demande domestique ne pourra en effet être le moteur d'une croissance pérenne, mais elle pourra exercer une impulsion additionnelle de croissance.



Selon les données de comptabilité nationale disponibles, la croissance du PIB réel a été particulièrement élevée en 2015, mais la composition de cette croissance a aussi été déséquilibrée, car entièrement imputable aux exportations. La demande domestique a été léthargique, la consommation privée ayant stagné dans un contexte de hausse des principaux taux de TVA. Pour l'année 2016, la demande domestique pourrait s'accélérer, mais ce ne serait qu'à partir de 2017 qu'elle retrouverait une dynamique plus importante sur la base des accélérations de la consommation et de l'investissement privés et en reflet des impulsions émanant des allègements de la fiscalité directe. Quant aux exportations, leur profil serait marqué par le ralentissement de la demande internationale et l'évolution sur

<sup>1)</sup> Les enquêtes sont effectuées en octobre/novembre et en mars/avril de chaque année.  
Source : Commission européenne

les marchés financiers. Leur rythme de progression devrait donc ralentir en 2016 pour rebondir par la suite.

Selon les enquêtes d'investissement du mois d'avril 2016, les chefs d'entreprises du secteur manufacturier sont devenus plus optimistes dans leurs projets d'investissement. Après des dépenses d'investissement en 2015 plus élevées que prévues antérieurement (voir graphique 30), les dépenses pour l'année 2016 pourraient également progresser, mais à un rythme assez faible. Cependant, la reprise de la demande européenne devrait créer progressivement de nouveaux besoins en termes de capacités de production. De plus, les conditions de financement demeurent favorables : les conditions d'octroi de crédits aux entreprises ont ainsi été assouplies au cours des derniers trimestres. Les mesures de politique monétaire tant conventionnelles que non conventionnelles décidées par l'Eurosystème et le niveau historiquement bas des taux d'intérêt officiels se sont répercutés favorablement sur les taux des crédits bancaires. Étant donné que ces crédits sont pour la plupart octroyés à taux variables, les emprunteurs bénéficient de la faiblesse des taux tant sur les nouveaux crédits, que sur l'encours existant. La baisse des taux ainsi que sa persistance à de bas niveaux impliquent que les débiteurs, tant entreprises que consommateurs, ont et vont bénéficier d'une hausse non anticipée et non négligeable de leur revenu disponible grâce à une charge d'intérêts amoindrie.

Tableau 21 :

**Projections macroéconomiques générales de juin 2016 et révisions par rapport à décembre 2015**

(en % de variation annuel et en point de pourcentage)

	PROJECTIONS DE JUIN 2016				RÉVISIONS PAR RAPPORT À DÉCEMBRE 2015			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
PIB réel	4,8	3,4	4,2	3,9	1,3	-0,2	0,6	-
IPCH	0,1	0,0	2,0	2,0	-	-1,1	-0,2	-
IPCN	0,5	0,3	1,8	1,9	-	-0,8	-0,2	-
IPCN excluant l'énergie	1,5	1,1	1,8	2,0	-	-0,5	-0,2	-
IPCN énergie	-9,3	-9,1	1,3	0,9	-0,2	-4,8	-0,8	-
Échelle mobile des salaires	0,0	0,0	2,5	1,7	-	-1,5	0,6	-
Coût salarial moyen	0,8	0,5	3,4	2,9	-0,5	-1,5	0,4	-
Emploi salarié	2,6	2,7	2,8	2,9	-	0,1	0,2	-
Taux de chômage	6,8	6,6	6,4	6,3	-0,1	-0,3	-0,2	-
Solde public	1,2	0,9	-0,3	0,1	0,7	0,1	-1,5	-
Dette publique	21,4	22,5	23,3	24,1	-0,4	-1,0	-0,3	-

Source : STATEC, BCL

La part des profits, l'excédent brut d'exploitation en pourcentage du PIB, a fortement progressé depuis 2014 et dépasse désormais sa moyenne historique. Cette évolution est tout à fait normale pour un indicateur pro-cyclique et cette amélioration des résultats opérationnels des entreprises devrait avoir des incidences positives sur l'investissement privé, la création d'emplois et la progression des salaires réels. Par rapport à d'autres économies de la zone euro qui font face à des ajustements internes ou externes importants, les caractéristiques structurelles du Luxembourg demeurent relativement favorables. A la fin de l'année 2015, la Commission européenne (CE) a ainsi conclu que le Luxembourg n'était pas en déséquilibre au sens de la « procédure de déséquilibre macroéconomique ».

### 1.2.6.2 Marché de l'emploi et coûts salariaux

Le redressement de la conjoncture a déjà engendré une amélioration de la situation de fond sur le marché du travail. La progression annuelle de l'emploi est actuellement de quelque 3 %, tirée essentiellement par les services aux entreprises, le secteur commercial au sens large et le secteur public

(en particulier la santé). S'y ajoutent l'industrie et le secteur bancaire, où l'emploi a repris un tournant ascendant. Le taux de vacance d'emplois s'est maintenu au-dessus de sa moyenne historique, ce qui témoigne d'une forte demande de travail. De même, la poussée du travail intérimaire (généralement perçu comme précurseur de l'évolution future de l'emploi) et le repli du recours au dispositif de chômage partiel (révélateur d'un regain d'activité) constituent autant de signaux positifs. Les perspectives d'embauches, telles qu'esquissées par les enquêtes d'opinion auprès des entreprises, sont demeurées largement orientées à la hausse dans le commerce, les services non financiers et la construction et se sont graduellement redressées dans l'industrie (tout en demeurant négatives). Dans une optique prospective, l'emploi devrait évoluer sur une voie ascendante sur l'ensemble de l'horizon de projection, de concert avec l'embellie conjoncturelle.

Le chômage devrait progressivement se réduire du fait d'un environnement conjoncturel plus porteur. A cela s'ajoute la relance des mesures d'activation<sup>49</sup> qui devrait soutenir l'emploi national et contribuer à réduire le chômage au sens « strict ». La baisse du taux de chômage au sens « large » demeurerait en revanche plus contenue. La part importante de chômeurs de longue durée dans le total de la population en chômage atteste de leurs difficultés à réintégrer le marché du travail (bas niveau de formation, demandeurs d'emploi âgés ou souffrant d'un handicap ou d'une incapacité partielle de travail). De plus, l'emploi frontalier – surreprésenté dans des secteurs davantage soumis à la concurrence internationale – pourrait davantage bénéficier de la reprise conjoncturelle. Au final, sur les trois années à venir, le taux de chômage au sens « strict » reculerait à 6,6 % en 2016, 6,4 % en 2017 et 6,3 % l'année suivante.

En ce qui concerne les salaires réels, l'embellie des perspectives économiques devrait contribuer à renforcer le pouvoir de négociation des salariés. Notre scénario de base tient compte de l'accord salarial signé dans le secteur bancaire qui prévoit un gel des salaires barémiques jusqu'en 2016. Nos projections se basent en outre sur l'ajustement probable du salaire social minimum en janvier 2017, eu égard à l'évolution observée des salaires réels en 2014 et 2015. A ces facteurs « prix » s'ajoute le redressement graduel du volume de travail. Au total, les salaires nominaux devraient progresser de 0,5 % en 2016 avant d'augmenter pour atteindre 3,4 % en 2017 et 2,9 % en 2018. Notons que ces chiffres intègrent l'impact de l'indexation. Bien que le mécanisme d'indexation, tel qu'il prévalait avant la récente modulation, ait été réintroduit en 2015, aucun ajustement n'est prévu pour l'année en cours. Sur base des projections d'inflation, les prochaines tranches indiciaires ne devraient être déclenchées qu'en janvier 2017 et mai 2018. Le report de sept mois du paiement de la prochaine tranche indiciaire par rapport aux projections de décembre 2015 induit une révision à la baisse de 1,5 p.p. de la contribution de l'indexation à l'évolution des salaires en 2016 et un ajustement en sens opposé de +0,6 p.p. en 2017.

### 1.2.6.3 Prix à la consommation

Le scénario d'inflation a principalement évolué en réponse à la chute recensée du prix du pétrole sur tout l'horizon de projection. Au-delà des effets directs sur les prix de l'énergie, le recul du prix du pétrole devrait également avoir des effets indirects et de second tour sur les prix des autres biens et services.

L'effet direct du recul du prix du pétrole consiste en un ajustement à la baisse des projections des prix de l'énergie. En 2016, ces prix se replieraient pour la quatrième année consécutive. L'ampleur du recul, de l'ordre de 9,1 %, serait aussi important qu'en 2015. Par rapport aux projections de décembre, qui tablaient encore sur un niveau moyen du prix du pétrole plus élevé, la révision à la baisse est de 4,8 p.p..

<sup>49</sup> Rappelons à cet égard la mise en place, en juin 2014, de la garantie « jeunesse » assurant aux jeunes âgés de moins de 25 ans de se voir offrir un emploi, un apprentissage, une formation continue ou un stage endéans les quatre mois suivant leur inscription auprès de l'ADEM. S'y ajoute l'accord conclu entre le gouvernement et le patronat qui prévoit l'embauche de 5 000 demandeurs d'emplois additionnels (soit une hausse de 15 % par rapport aux recrutements usuels via l'ADEM), essentiellement par l'intermédiaire de mesures pour l'emploi.

Le rebond anticipé de l'inflation pour l'année 2017 est entièrement lié à l'hypothèse technique d'une légère remontée du prix du pétrole. Ce rebond est cependant marginal et les niveaux projetés pour les prix des produits pétroliers demeureraient inférieurs à ceux observés en 2015.

L'effet indirect d'un profil des prix du pétrole à un niveau inférieur correspond à un impact à la baisse sur les coûts et les prix des autres biens et services. Ces effets devraient se traduire par une hausse plus modérée des prix des biens industriels non énergétiques. Enfin, en termes d'effets de second tour, le report de plusieurs mois du paiement de la tranche indiciaire devrait engendrer un ralentissement plus important de l'inflation des prix des services. L'inflation telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN) excluant les prix de l'énergie progresserait moins vite en 2016 qu'anticipé lors des projections de décembre. Le taux d'inflation projeté ne serait plus que de 1,1 %, soit 0,5 p.p. de moins qu'anticipé lors des projections de décembre. Cette progression serait aussi en décélération par rapport à l'année 2015. Dans un contexte de normalisation anticipée des salaires réels et du paiement d'une tranche indiciaire au début de l'année 2017, cette composante importante de l'inflation globale devrait s'accélérer en 2017 et s'approcher graduellement de 2 % en 2018. Ce taux de 2 % serait néanmoins encore inférieur à la moyenne historique observée.

L'inflation globale, telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN), qui a reculé depuis son sommet local de 0,8 % en novembre 2015 pour passer à 0,1 % en avril 2016, devrait se maintenir à des niveaux proches de zéro jusqu'en août 2016 avant de s'accélérer. En moyenne annuelle, le taux de variation de l'IPCN, qui s'était replié à 0,5 % en 2015, reculerait à nouveau pour atteindre 0,3 % en 2016 avant de remonter à 1,8 % en 2017. L'inflation ne s'approcherait de 2 % qu'à la fin de l'horizon de projection. En raison des facteurs précités, les projections d'inflation ont été fortement revues à la baisse, à concurrence de 0,8 p.p. pour l'année 2016 et de 0,2 p.p. pour l'année 2017.

La dynamique de l'inflation globale a été largement influencée par les mesures de taxation indirecte introduites au 1<sup>er</sup> janvier 2015 : l'augmentation des taux de TVA a eu un effet haussier sur l'inflation moyenne en 2015, qui devrait se dissiper graduellement en 2016. Sans l'augmentation de la taxation indirecte, le recul de l'inflation globale aurait été nettement plus important en 2015 et le taux de variation annuel moyen de l'IPCN aurait sans doute été négatif. Si on corrigeait les données de 2015 pour l'effet de la taxation indirecte, l'inflation globale connaîtrait un autre profil, à savoir une accélération en 2016 et non pas une décélération, comme c'est le cas dans les projections actuelles.

Avec le recul de la progression de l'inflation globale, le paiement de la prochaine tranche indiciaire est désormais prévu pour le premier trimestre de l'année 2017. De ce fait, le temps écoulé depuis le paiement précédent serait porté à plus de trois ans, ce qui constituerait l'espacement entre deux tranches indiciaires le plus long depuis l'introduction de l'euro en 1999. Selon ce mécanisme et en fonction des projections d'inflation sous-jacentes, la tranche indiciaire subséquente serait due pour la première moitié de l'année 2018.

### **Analyse des risques**

Des risques géopolitiques pèsent sur le scénario de projection de base présenté ci-dessus. Ils sont susceptibles d'avoir un impact sur les échanges mondiaux de biens et services et de ralentir le commerce mondial. Ces aspects n'ont donc pas été intégrés dans le scénario de base, mais leurs répercussions éventuelles constituent des facteurs de risques. Ceci est en particulier le cas pour le référendum de ce 23 juin dans lequel la population du Royaume-Uni est appelée à s'exprimer sur l'appartenance de son pays à l'Union européenne. Le scénario de base est fondé sur le maintien de la composition actuelle de l'Union européenne. L'éventualité d'un « Brexit », d'une sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne, constitue un risque, dont les conséquences négatives sur la croissance économique ont été jugées considérables dans les scénarii des organisations internationales. Le Luxembourg y serait

particulièrement exposé puisque ses exportations vers le Royaume-Uni comptent pour approximativement 14 % de ses exportations totales. De plus, les effets indirects ne seraient pas négligeables puisque la zone euro et le Royaume-Uni forment des partenaires commerciaux privilégiés. Un tel scénario pourrait aussi donner lieu à une recombinaison de la localisation de certaines entreprises internationales notamment dans le secteur financier. A ce stade, les conséquences de ces effets de comportement sur l'activité économique sont largement des spéculations.

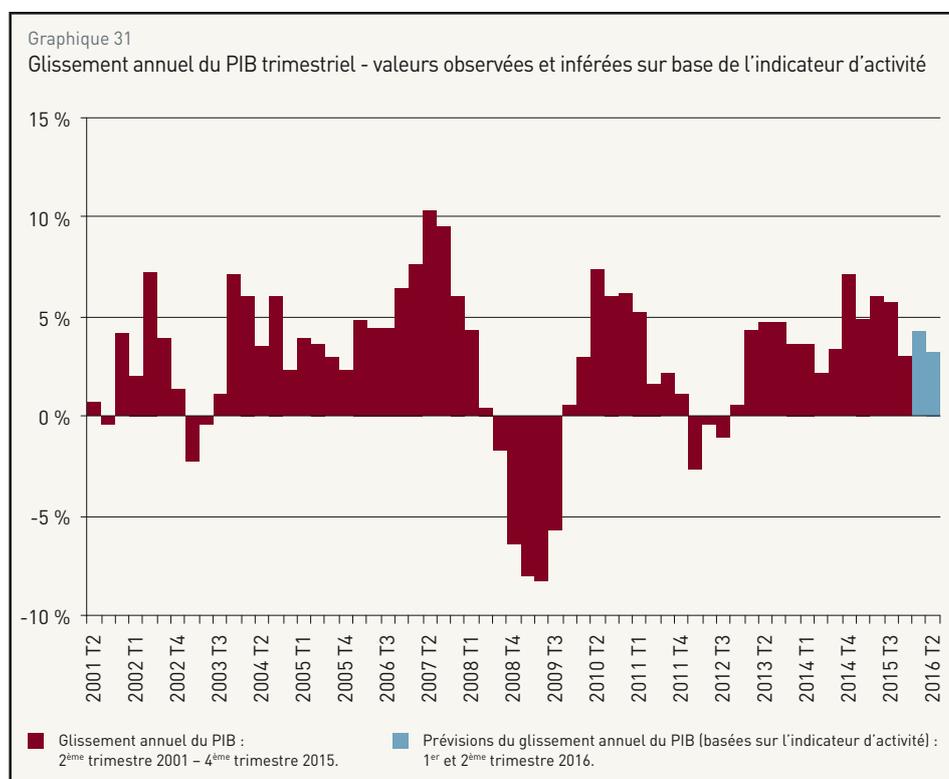
D'après les calculs effectués à l'aide de l'indicateur d'activité qui intègre, d'une part, les dernières informations conjoncturelles disponibles mais se base, d'autre part, sur les comptes nationaux trimestriels, le taux de croissance du PIB en glissement annuel pourrait s'établir à 4,2 % au premier trimestre 2016 et 3,2 % au deuxième trimestre 2016. Cela implique un taux de croissance trimestriel de 0,1 % au premier trimestre et 0,8 % au deuxième trimestre. Selon ces prévisions, l'acquis de croissance à l'issue du second trimestre serait de 2,6 % pour l'année 2016. Cela semble compatible avec le taux de croissance issu des projections macroéconomiques (3,4 %) puisque le troisième et le quatrième trimestre devraient connaître une croissance d'environ 1,0 % pour atteindre ce taux.

Depuis la fin de l'année 2014, le Conseil des gouverneurs a décidé de plusieurs mesures non conventionnelles pour assouplir davantage l'orientation de sa politique monétaire. Alors que certaines mesures ont déjà ou sont en train d'être mises en œuvre, d'autres doivent encore l'être; leur mise en œuvre effective devrait, d'après le Conseil des gouverneurs, contribuer à rééquilibrer les risques pesant sur les perspectives de croissance et d'inflation dans la zone euro.

Le secteur bancaire fait face au renforcement de sa régulation et de sa supervision. Les mesures introduites visent à renforcer la solidité du secteur bancaire, mais se soldent aussi par des coûts de

mise en œuvre ainsi que par une hausse du coût du capital, ce qui peut entraver la rentabilité des banques et risque par conséquent de peser sur l'emploi.

Le secteur des services non financiers sera confronté à des adaptations réglementaires décidées au niveau international, notamment en matière d'imposition des profits. Le programme BEPS (« *Base erosion and profit shifting* ») de l'OCDE pourrait notamment peser sur la performance de ce secteur au Luxembourg. Ce risque porte cependant davantage sur la fin de la période de projection et accroît ainsi l'incertitude qui existe déjà à cet horizon. Les projections n'intègrent pas d'impact de ces nouvelles mesures réglementaires sur l'activité économique, faute d'une estimation de ses effets potentiels.



Source : BCL

Les allègements de la fiscalité directe à partir de l'année 2017 augmenteront le pouvoir d'achat des personnes physiques et des personnes morales et donneront une impulsion supplémentaire à la demande domestique privée du Luxembourg. Sur la base de nos estimations et des hypothèses sous-jacentes, cet impact pourrait atteindre 0,5 % du PIB réel. Ces estimations n'incorporent pas des effets dérivés qui pourraient se concrétiser sur base d'un changement du comportement des agents. La baisse de la fiscalité pour les entreprises augmente l'attractivité du Luxembourg et pourrait inciter des entreprises à s'y installer et/ou à y développer de nouvelles activités. De tels effets sont largement imprévisibles, aussi bien en ce qui concerne leur ampleur que la vitesse avec laquelle ils pourraient se concrétiser, de sorte qu'ils ne sont pas intégrés dans nos projections.

L'adaptation de la fiscalité à partir de 2017 est également susceptible d'avoir une influence sur les négociations salariales et la fixation des prix, en affectant le comportement des salariés, des entreprises et des consommateurs. Puisque l'allègement de la fiscalité directe concerne à la fois les personnes physiques et les personnes morales, il semble que les risques sur le coût salarial réel et les prix à la consommation soient largement symétriques. Ces risques n'ont pas été intégrés dans le scénario de base, mais l'incertitude entourant l'évolution future des deux composantes précitées est plus importante que d'habitude.

### 1.2.7 Le commerce extérieur

Après avoir progressé de 3 % pour atteindre 11,8 milliards d'euros sur toute l'année 2015, les exportations de biens ont presque stagné au premier trimestre 2016 pour s'établir à 2,9 milliards d'euros. De leur côté, les importations ont chuté de 10 % au premier trimestre 2016 en s'établissant à 4 milliards d'euros. Elles s'étaient déjà contractées de 3 % à 17,6 milliards d'euros sur toute l'année 2015. En conséquence, le déficit du commerce extérieur a poursuivi sa résorption au premier trimestre 2016 (-28 %) en atteignant 1,2 milliard d'euros. Le déficit commercial du Luxembourg était déjà en recul depuis trois ans (-6 % à 7,6 milliards d'euros en 2013, -11 % à 6,7 milliards en 2014 et -14 % à 5,8 milliards en 2015, voir le tableau ci-dessous). Les indices des valeurs unitaires montrent une baisse des prix à l'importation depuis trois ans (-2,5 % en 2013, -2,3 % en 2014 et -4,3 % en 2015) suite à la baisse des prix du pétrole et des autres matières premières. Les prix unitaires à l'exportation ont de leur côté affiché des baisses inférieures à celles des importations, occasionnant ainsi une amélioration des termes de l'échange (+2,3 % en 2015) qui a contribué au recul du déficit du commerce extérieur observé ces trois dernières années.

Les livraisons de produits sidérurgiques, qui constituent la catégorie dominante des exportations luxembourgeoises, se sont réduites de 6 % en 2015 et de 13 % au premier trimestre 2016. Toutes les autres catégories de biens exportés se sont toutefois bien portées, à l'exception des produits alimentaires qui ont reculé de 11 % au premier trimestre 2016. L'évolution des exportations par principaux partenaires commerciaux indique que les ventes intra-zone euro, qui absorbent habituellement près de 70 % des exportations luxembourgeoises, ont progressé au rythme de 3 % en 2015 et de 1 % au premier trimestre 2016. Les ventes vers les autres pays d'Europe (7 % du total) ont largement baissé (-28 %) en 2015 mais sont reparties à la hausse (+20 %) au premier trimestre 2016. Les exportations à destination des États-Unis, qui pèsent pour 4 % du total, ont progressé de 3 % en 2015 et de 35 % au premier trimestre 2016. Les livraisons vers l'Asie (environ 5 % du total) ont beaucoup progressé en 2015 (+39 %) avant de chuter largement (-16 %) au premier trimestre 2016.

S'agissant des importations de biens, les produits pétroliers étaient déjà en recul de 9 % en 2013 et de 13 % en 2014. Alors que la baisse a atteint 28 % en 2015 et 36 % au premier trimestre 2016, ces importantes contractions s'expliquent par la chute des prix du pétrole. Des reculs similaires ont été enregistrés pour les autres matières premières. Par ailleurs, alors qu'elles avaient stagné en 2014, les importations en provenance de la zone euro (83 % de toutes les importations) ont chuté de 6 % en 2015

et de 5 % au premier trimestre 2016. Les livraisons des États-Unis (5 % de toutes les importations) qui ont fortement augmenté en 2015 suite à l'acquisition d'avions, se sont largement contractées au premier trimestre 2016. Les importations en provenance d'Asie ont en revanche poursuivi leur forte progression en 2015 (+21 %) et au premier trimestre 2016 (+57 %).

Tableau 22 :

### Commerce extérieur du Luxembourg

(valeur en millions d'euros et variation en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente)

PÉRIODE	EXPORTATIONS		IMPORTATIONS		SOLDE	
	VALEUR	VARIATION	VALEUR	VARIATION	VALEUR	VARIATION
2005	10 177,6	4,0	14 399,4	5,3	-4 221,8	8,5
2006	11 144,1	9,5	15 714,7	9,1	-4 570,6	8,3
2007	11 945,9	7,2	16 470,5	4,8	-4 524,6	-1,0
2008	11 987,5	0,3	17 515,7	6,3	-5 528,2	22,2
2009	9 250,2	-22,8	13 799,2	-21,2	-4 549,0	-17,7
2010	10 785,4	16,6	16 421,9	19,0	-5 636,5	23,9
2011	12 091,1	12,1	18 902,3	15,1	-6 811,2	20,8
2012	10 950,6	-9,4	19 056,5	0,8	-8 105,8	19,0
2013	10 613,2	-3,1	18 213,0	-4,4	-7 599,7	-6,2
2014	11 431,1	7,7	18 174,5	-0,2	-6 743,3	-11,3
2015	11 784,3	3,1	17 597,2	-3,2	-5 812,9	-13,8
2016						
1 <sup>er</sup> trim.	2 912,8	0,4	4 099,5	-9,7	-1 186,7	-27,7

Source : STATEC

## 1.2.8 La balance des paiements

### 1.2.8.1 Le compte courant

La balance courante s'est soldée par un excédent de 2,9 milliards d'euros au cours de l'année 2015 contre 2,7 milliards d'euros en 2014, soit une hausse de 7 %. Cette amélioration de l'excédent courant provient des échanges internationaux de services dont le surplus s'est accru de 23 % pour atteindre 20,7 milliards d'euros au cours de l'année 2015. En dégagant un surplus en hausse de 14,6 % à 15 milliards d'euros, les services financiers ont largement contribué à cette évolution positive. La performance des services financiers s'explique en grande partie par l'évolution favorable des OPC, dont la valeur des actifs financiers et les nouvelles souscriptions constituent une importante base de perception des commissions financières.

Plusieurs autres catégories des services ont également enregistré une hausse de leurs excédents : les services de télécommunication, d'informatique et d'information ainsi que le transport. Ce dernier a subi un retournement de son solde qui est passé d'un déficit en 2014 à un large excédent en 2015, notamment suite à une forte baisse d'importations liées au commerce électronique (voir paragraphe ci-dessous). Les voyages ont en revanche connu une forte chute de leur excédent suite notamment à une évolution défavorable des recettes du tourisme à la pompe.

La hausse du surplus des services a été partiellement compensée par le creusement des déficits de la balance des biens et de la balance du revenu primaire. Cette dernière a enregistré un solde négatif en hausse de 11 % en atteignant 15,9 milliards d'euros sur toute l'année 2015. Cette évolution défavorable s'explique en grande partie par une baisse du revenu net d'intérêts dans un contexte de faiblesse généralisée des taux de rendement. A cela s'ajoutent la progression des dividendes attribués

aux investisseurs non-résidents et la légère hausse (+2,6 %) du solde négatif de la rémunération des frontaliers, qui s'est établi à 8,3 milliards d'euros en 2015.

Le solde de la balance des biens s'est à nouveau détérioré en dégagant un déficit de 2,2 milliards d'euros en 2015, comparé à un déficit de 181 millions d'euros en 2014. Cette détérioration<sup>50</sup> s'explique par une importante réduction (-46 %) du surplus du négoce international, suite à un changement de mode opérationnel des activités d'une grande entreprise active dans le commerce électronique. Cette entreprise réalise désormais ses activités commerciales à travers des succursales établies à l'étranger qui sont propriétaires des biens vendus. L'effet total de cette restructuration, qui a entraîné une redistribution entre flux de biens et services, est cependant resté quasi neutre sur le solde courant. Ainsi les importations de certains services ont fortement baissé (notamment le transport), ce qui a entraîné en partie la hausse substantielle du solde des échanges internationaux de services.

Les données mensuelles préliminaires couvrant le premier trimestre 2016 montrent toutefois une détérioration des principales composantes de la balance courante, à l'exception des services autres que les services financiers. Sous l'impact de la baisse des cours boursiers et des émissions nettes négatives des parts d'OPC, l'excédent de services financiers s'est en effet contracté de 2 % au premier trimestre 2016. Les déficits des marchandises et des revenus ont poursuivi leur aggravation au premier trimestre 2016, sous l'effet de la contraction du surplus du négoce international et de la baisse du revenu net d'intérêts respectivement.

#### 1.2.8.2 Le compte financier de la balance des paiements

Dans le compte financier, les flux d'investissements de portefeuille, incluant les produits dérivés, ont enregistré des entrées nettes de 105 milliards d'euros sur toute l'année 2015 contre 91 milliards en 2014. Ces entrées nettes ont été compensées entièrement par des sorties nettes dans les flux d'investissements directs et dans les flux d'autres investissements (prêts et dépôts classiques), de sorte que les transactions financières se sont soldées globalement par des sorties nettes de capitaux de 2,2 milliards d'euros sur toute l'année 2015, contre des sorties nettes de 1,7 milliard en 2014.

Les entrées nettes d'investissements de portefeuille se sont poursuivies au cours de 2015 en atteignant 99 milliards d'euros contre 91 milliards en 2014. Les investisseurs non-résidents ont accru leurs placements dans les titres de participation luxembourgeois (parts d'OPC en grande partie) qui ont atteint 324 milliards d'euros sur toute l'année 2015, contre 287 milliards en 2014. Par contre, les achats de titres de créance par les non-résidents ont baissé en rapportant 31 milliards d'euros en 2015 contre 46 milliards sur la même période de 2014. Les transactions sur titres luxembourgeois se sont globalement traduites par des entrées de 355 milliards d'euros au cours de l'année 2015 contre 333 milliards en 2014. Au cours de 2015, les résidents ont placé globalement 256 milliards d'euros dans les titres étrangers (dont 148 milliards en actions) contre 242 milliards d'euros en 2014.

Les flux d'investissements directs luxembourgeois à l'étranger se sont établis à 280 milliards d'euros sur toute l'année 2015, contre 178 milliards en 2014. Les flux d'investissements directs en provenance de l'étranger se sont également largement accrus, en atteignant 232 milliards au cours de 2015, contre 147 milliards d'euros en 2014. Comme pour les années antérieures, près de 90 % des flux bruts (et même des stocks, voir section ci-dessous sur la position extérieure) sont effectués via des entités à vocation spéciale (essentiellement des SOPARFI).

50 L'évolution divergente observée entre le solde du commerce extérieur et le solde des biens de la balance des paiements provient surtout du négoce international mais aussi des transactions sur or non monétaire et de l'avitaillement qui ne sont pas inclus dans les statistiques du commerce extérieur.

En 2015, les sorties nettes de 59 milliards d'euros dans les autres investissements s'expliquent à la fois par la hausse des créances de la BCL sur l'Eurosystème (solde TARGET à concurrence de 41 milliards d'euros) et par la hausse des créances des autres secteurs.

Tableau 23 :

**Balance des paiements du Luxembourg**

(en millions d'euros)

	2014			2015		
	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE	CRÉDIT	DÉBIT	SOLDE
<b>COMPTE COURANT</b>	<b>264 043</b>	<b>261 348</b>	<b>2 695</b>	<b>292 647</b>	<b>289 773</b>	<b>2 874</b>
Biens	18 515	18 697	-181	16 046	18 223	-2 177
Marchandises générales (y.c. «or non monétaire»)	12 744	18 697	-5 952	12 967	18 223	-5 256
Négoce international (exportations nettes)	5 771		5 771	3 079		3 079
Services	74 735	57 921	16 814	84 981	64 288	20 692
Revenu primaire	162 933	177 281	-14 347	183 365	199 326	-15 961
Revenu secondaire	7 859	7 450	409	8 256	7 936	320
<b>COMPTE DE CAPITAL</b>	<b>188</b>	<b>1 169</b>	<b>-981</b>	<b>402</b>	<b>984</b>	<b>-582</b>
	AVOIRS	ENGAGEMENTS	NET	AVOIRS	ENGAGEMENTS	NET
<b>COMPTE FINANCIER</b>			<b>1 713</b>			<b>2 251</b>
INVESTISSEMENTS DIRECTS	178 320	146 772	31 549	279 792	231 619	48 174
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	63 006	113 311	-50 305	256 052	285 087	-29 035
Autres capitaux	115 314	33 461	81 853	23 740	-53 468	77 208
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	241 620	332 829	-91 209	256 484	355 367	-98 882
Titres de participation	94 838	286 818	-191 980	147 916	324 216	-176 300
Titres de créance	146 782	46 011	100 771	108 569	31 151	77 418
PRODUITS FINANCIERS DÉRIVÉS			533			-6 285
AUTRES INVESTISSEMENTS	107 002	46 062	60 940	30 070	-29 226	59 295
AVOIRS DE RÉSERVE			-100			-51
<b>ERREURS ET OMISSIONS</b>			<b>-1</b>			<b>-41</b>

Source : BCL/STATEC

### 1.2.9 La position extérieure globale

Par rapport au troisième trimestre 2015, les avoirs financiers extérieurs du Luxembourg ont augmenté de 113 milliards d'euros (+1,2 %) pour atteindre 9 470 milliards d'euros à la fin du quatrième trimestre 2015. Les engagements financiers vis-à-vis de l'étranger ont de leur coté progressé de 121 milliards en s'établissant à 9 454 milliards d'euros, fin décembre 2015. La position extérieure nette du Luxembourg, qui correspond à la différence entre les avoirs et les engagements financiers extérieurs, s'est ainsi réduite de 8 milliards d'euros en atteignant 16 milliards d'euros à la fin du quatrième trimestre 2015 contre 24 milliards à la fin du troisième trimestre 2015. Cette détérioration de la position extérieure nette résulte essentiellement d'un effet négatif de valorisation.

Dans les différentes composantes de la position extérieure, le solde créditeur sur investissements directs s'est accru de 19 milliards à 502 milliards d'euros, fin décembre 2015. L'excédent des autres investissements (dépôts et crédits classiques, autres effets à payer ou à recevoir, etc.) et celui des produits dérivés se sont par contre contractés respectivement de 19 milliards et de 2 milliards d'euros. Le déficit structurel des investissements de portefeuille s'est pour sa part creusé de 6 milliards à 768 milliards d'euros, fin décembre 2015.

L'encours d'avoirs en investissements directs s'est établi à 4 583 milliards d'euros, fin décembre 2015, après avoir subi un effet-flux négatif (désinvestissements de 58 milliards d'euros) compensé partiellement par un effet positif de valorisation (+52 milliards). Le stock d'engagements d'investissements directs a pour sa part atteint 4 081 milliards d'euros, fin décembre 2015, soit une baisse de 26 milliards, résultant d'un effet-flux négatif (désinvestissements de 95 milliards d'euros) compensé en grande partie par un effet positif de valorisation (+69 milliards). Comme pour les flux, les encours d'investissements directs du Luxembourg se concentrent à plus de 90 % sur les SOPARFI, dont le poids important est lié à la structuration ou à l'organisation interne des entreprises multinationales.

La position nette dans les encours d'investissements de portefeuille, structurellement négative, s'est détériorée de 6 milliards à 768 milliards d'euros fin décembre 2015. Les effets-flux négatifs (-39 milliards d'euros) ont quasi-entièrement été compensés par des effets positifs de valorisation (+33 milliards). L'encours de titres étrangers détenus par les résidents s'est établi à 3 495 milliards d'euros fin décembre 2015, soit une hausse de 138 milliards, dont 115 milliards correspondent aux effets positifs de valorisation. La valeur de l'encours d'engagements de portefeuille a atteint, pour sa part, 4 263 milliards fin décembre 2015, soit une hausse de 143 milliards d'euros (dont 82 milliards d'effets positifs de valorisation).

L'excédent des autres investissements (dépôts et crédits classiques, crédits commerciaux, autres effets à payer ou à recevoir) s'est contracté de 19 milliards à 278 milliards d'euros fin décembre 2015. Cette contraction résulte d'un effet négatif de valorisation. L'encours de créances, qui a atteint 1 202 milliards d'euros fin décembre 2015, s'est réduit globalement de 22 milliards d'euros, après une revalorisation négative de 8 milliards et un effet-flux négatif (-14 milliards). En atteignant 925 milliards d'euros fin décembre 2015, l'encours d'engagements ne s'est globalement réduit que de 3 milliards suite à un effet-flux négatif (-17 milliards d'euros) compensé en grande partie par un effet positif de valorisation (+14 milliards d'euros).

Tableau 24 :

**Évolution de la position extérieure globale du Luxembourg**

(en milliards d'euros)

	ENCOURS FIN 2015Q3 <sup>2)</sup>	FLUX DE BALANCE DE PAIEMENT <sup>1)</sup>	VARIATIONS DUES AUX COURS DE CHANGE ET DE BOURSE ET AUTRES AJUSTEMENTS <sup>1)</sup>	ENCOURS FIN 2015Q4 <sup>2)</sup>
<b>Position extérieure nette</b>	<b>24</b>	<b>0,45</b>	<b>-8</b>	<b>16</b>
Avoirs extérieurs bruts	9 357	-50	164	9 470
Engagements extérieurs bruts	9 333	-51	172	9 454
<b>Investissements directs</b>	<b>483</b>	<b>37</b>	<b>-18</b>	<b>502</b>
Avoirs	4 590	-58	52	4 583
Engagements	4 107	-95	69	4 081
<b>Investissements de portefeuille</b>	<b>-763</b>	<b>-39</b>	<b>33</b>	<b>-768</b>
<b>Titres étrangers</b>	<b>3 357</b>	<b>23</b>	<b>115</b>	<b>3 495</b>
Titres de participation	1 554	22	86	1 662
Titres de créance	1 803	1	29	1 833
<b>Titres luxembourgeois</b>	<b>4 120</b>	<b>61</b>	<b>82</b>	<b>4 263</b>
Titres de participation	3 165	49	80	3 294
Titres de créance	956	12	2	969
<b>Produits dérivés nets</b>	<b>6</b>	<b>-0,37</b>	<b>-2</b>	<b>4</b>
<b>Autres investissements</b>	<b>297</b>	<b>3</b>	<b>-22</b>	<b>278</b>
Avoirs	1 225	-14	-8	1 202
Engagements	928	-17	14	925
<b>Avoirs de réserve</b>	<b>0,70</b>	<b>-0,00</b>	<b>0,01</b>	<b>0,71</b>

<sup>1)</sup> Pour les flux et pour les variations, un signe négatif correspond à une diminution des avoirs et des engagements ou à un effet négatif de valorisation. Un signe positif traduit une hausse des avoirs et des engagements ou à un effet positif de valorisation.

<sup>2)</sup> Les stocks d'avoirs et d'engagements sont repris avec un signe positif. Un signe négatif représente une position nette négative.

Source : BCL

### 1.2.10 Les projections de finances publiques

Dans le cadre des exercices de projections biannuels, la BCL présente ses chiffres concernant les soldes des administrations publiques ainsi que la dette publique pour la période s'étalant de 2016 à 2018. Rappelons que la notion d'administrations publiques couvre l'administration centrale, les administrations locales et la sécurité sociale.

Ces projections intègrent les mesures relatives à la réforme fiscale qui seront introduites à partir de 2017, dont l'impact a été estimé par la BCL à partir des informations disponibles et des précisions apportées par le gouvernement.

Le solde des administrations publiques luxembourgeoises, publié début avril 2016 dans le cadre de la transmission de la notification concernant les déficits excessifs<sup>51</sup>, a révélé un excédent pour l'année 2015 de 1,2 % du PIB, en baisse par rapport au solde de 1,7 % qui prévalait en 2014, en raison d'une baisse du ratio des recettes de plus grande ampleur que celle du ratio des dépenses totales.

Cet excédent est plus favorable que celui prévu dans les projections de la BCL de décembre 2015 (+0,6 %) et que celui prévu par le gouvernement dans sa programmation pluriannuelle adoptée en

51 Le Règlement du Conseil (EU) 479/2009 amendé par le Règlement du Conseil (EU) 679/2010 et par le Règlement de la Commission 220/2014 oblige les États membres à rapporter leurs données liées à la Procédure de déficit excessif (PDE) à Eurostat deux fois par an – soit à la fin du mois de mars et à la fin du mois de septembre.

décembre 2015 par le Parlement (+0,1 %). Ce surplus plus élevé qu'escompté semble découler d'une hausse sensible des recettes courantes, en particulier des recettes liées à la fiscalité directe des ménages et des entreprises, des recettes de TVA et des autres transferts courants.

La dette publique atteignait 21,4 % du PIB à la fin de l'année 2015, soit une baisse de 1,5 % du PIB par rapport à 2014.

### 1.2.10.1 Les recettes

Après une relative stagnation du ratio des recettes totales des administrations publiques par rapport au PIB en 2013 et 2014, celui-ci a baissé de 1,3 % du PIB pour atteindre 42,8 % du PIB à la fin de 2015 (voir tableau 25). Cette évolution a résulté essentiellement de la baisse du ratio ayant trait aux impôts indirects, qui est passé de 13,3 % du PIB en 2014 à 11,9 % du PIB en 2015. On peut également relever une baisse du ratio des cotisations sociales de 0,3 % du PIB entre 2014 et 2015, compensée par la hausse du ratio des impôts directs (+0,4 %) équivalent à 14,3 % du PIB en 2015, valeur proche de ce qui a été observé en 2013. Les évolutions de ces différents ratios peuvent s'expliquer par plusieurs facteurs.

Tableau 25 :

#### Recettes de l'ensemble des administrations publiques

(en pourcentage du PIB sauf mention contraire)

	DONNÉES OFFICIELLES AVRIL 2016						PROJECTIONS BCL JUIN 2016		
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Impôts directs	14,5	14,2	14,4	14,2	13,9	14,3	14,1	12,7	12,8
<i>dont à charge des ménages</i>	8,1	8,5	8,6	8,9	9,0	9,2	9,0	7,9	8,0
<i>dont à charge des sociétés</i>	6,4	5,7	5,8	5,3	4,9	5,1	5,1	4,8	4,8
Impôts indirects	12,4	12,5	13,0	12,8	13,3	11,9	11,6	11,3	11,2
Cotisations sociales	12,4	12,4	12,7	12,3	12,3	12,0	11,8	11,8	11,7
Autres recettes	4,9	4,7	4,7	4,7	4,6	4,6	4,4	4,4	4,5
<b>Recettes totales</b>	<b>44,2</b>	<b>43,8</b>	<b>44,8</b>	<b>44,0</b>	<b>44,1</b>	<b>42,8</b>	<b>41,9</b>	<b>40,2</b>	<b>40,2</b>
<b>Croissance nominale des recettes totales (%)</b>	<b>6,2</b>	<b>6,0</b>	<b>5,5</b>	<b>4,9</b>	<b>5,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>1,9</b>	<b>6,3</b>

Sources : IGF, IGSS, STATEC, CNS, calculs BCL

Premièrement, depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2015, les recettes de TVA liées au commerce électronique reposent sur le principe de la taxation selon le lieu de résidence du consommateur et non plus selon le lieu d'établissement des sociétés de commerce électronique. Ce changement de législation, qui inclut une période transitoire de 2015 à 2018<sup>52</sup>, a eu comme conséquence une diminution des recettes de TVA afférentes en 2015. Deuxièmement, cette perte de recettes a été en partie compensée par des mesures mises en place par le gouvernement dans le cadre du budget pour l'année 2015, à savoir le « Paquet pour l'avenir », l'introduction de l'impôt d'équilibrage budgétaire temporaire de 0,5 % et la hausse de tous les taux de TVA (à l'exception du taux super-réduit) de 2 p.p.. Troisièmement, la croissance de certaines bases imposables (consommation privée, rémunération des salariés, etc.) a été de plus faible ampleur que celle du PIB nominal (effet de découplage).

Selon les estimations de la BCL, le ratio des recettes totales par rapport au PIB devrait fléchir à nouveau à concurrence de 0,9 p.p. pour atteindre 41,9 % du PIB en 2016. Ce déclin trouverait son origine

52 Selon l'accord concernant la TVA sur le commerce électronique (VAT package), le Luxembourg pourra garder 30 % des recettes provenant du commerce électronique en 2015 et 2016 et 15 % de ces recettes en 2017 et 2018. À partir de 2019, toutes ces recettes seront alors perdues.

dans la fiscalité directe à charge des ménages (-0,2 % du PIB), les impôts indirects (-0,3 % du PIB), les cotisations sociales (-0,2 % du PIB) et les autres recettes (-0,2 % du PIB). Ces évolutions se justifieraient tout d'abord par des effets de découplage : la croissance de certaines bases imposables (consommation privée et *rémunération des salariés*) serait à nouveau de plus faible ampleur que celle du PIB nominal. Cet effet de découplage négatif serait à l'origine de la baisse du ratio des recettes totales à concurrence d'environ 0,6 % du PIB en 2016. En ce qui concerne les impôts indirects, la baisse du ratio serait due à la stagnation (en volume) projetée des recettes de certains impôts (TVA électronique et droits d'accises). Celle-ci ne serait que partiellement compensée par la hausse des taux de TVA, introduite en 2015, qui en tenant compte de l'effet des droits constatés propres au SEC2010 continuerait de jouer un rôle positif dans la hausse des recettes de TVA (+0,2 p.p.) en 2016.

En 2017, le ratio des recettes totales devrait continuer son déclin en passant de 41,9 % à 40,2 % du PIB, soit une diminution de 1,7 % du PIB. Cette baisse substantielle serait principalement attribuable à la réforme fiscale qui sera introduite à partir de 2017 et qui touchera la fiscalité des ménages et celle des entreprises. La BCL a procédé à ses propres estimations, sur base des informations disponibles, de l'impact budgétaire de la réforme. Cet impact a été évalué à environ 1,5 % du PIB et il devrait principalement toucher les personnes physiques, les mesures les concernant s'élevant à environ 1,2 % du PIB, contre 0,3 % du PIB pour celles relatives aux entreprises. La perte des recettes se verrait renforcée par une nouvelle déperdition des recettes de TVA liée au commerce électronique, venant diminuer le ratio des recettes d'impôts indirects (à concurrence d'environ -0,3 % du PIB). A partir de 2017, le Luxembourg ne pourra en effet garder que 15 % des recettes provenant du commerce électronique, contre 30 % en 2015 et 2016 (voir note de bas de page 52).

En 2018, le ratio des recettes totales devrait rester stable. La légère augmentation des impôts directs à charge des ménages et des autres recettes (+0,1 % du PIB) serait compensée par une diminution de même ampleur des cotisations sociales et impôts indirects. Le ratio des impôts directs à charge des sociétés resterait stable, malgré un impact additionnel négatif de la réforme fiscale en 2018 (baisse de l'impôt sur le revenu des collectivités, compensée par des recettes liées à un encadrement plus strict du régime des pertes fiscales reportables).

Au total, le ratio des recettes afficherait une baisse de l'ordre de 2,7 % du PIB sur tout l'horizon de projection, sous l'effet de la réforme fiscale, de la perte additionnelle des recettes de TVA liées au commerce électronique en 2017 ainsi que d'effets de découplage négatif dans le chef de certaines catégories de recettes.

#### 1.2.10.2 Les dépenses

En 2015, les dépenses totales des administrations publiques ont affiché une baisse significative par rapport au PIB (-0,9 p.p.) pour atteindre 41,5 % du PIB (voir tableau 26). Ce développement s'explique principalement par la diminution du ratio des transferts sociaux, qui est passé de 22,2 % du PIB en 2014 à 21,3 % du PIB en 2015, soit une baisse de 0,9 p.p.. Le ratio des dépenses de consommation et celui des autres dépenses ont également enregistré une légère diminution (-0,1 % du PIB), compensée par une augmentation des investissements publics (+0,3 % du PIB). Ces développements ont trouvé leur origine principalement dans l'absence d'indexation des pensions et salaires, dans le ralentissement des dépenses liées au chômage, ainsi que dans la mise en œuvre des mesures du « Paquet pour l'avenir » sur le volet des dépenses. Du côté des dépenses d'investissement, la hausse sensible de 0,3 % du PIB en 2015 (avec un taux de croissance nominal de 16,5 %) devrait, selon nos projections, se poursuivre en 2016. Le ratio devrait ensuite se maintenir en 2017 et 2018 à 4 % du PIB. La hausse des dépenses d'investissement trouve son origine dans la mise en œuvre de projets d'envergure, tels que la construction du tramway dans la Ville de Luxembourg.

Tableau 26 :

**Dépenses de l'ensemble des administrations publiques**

(en pourcentage du PIB sauf mention contraire)

	DONNÉES OFFICIELLES AVRIL 2016						PROJECTIONS BCL JUIN 2016		
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Transferts sociaux	22,4	21,7	22,5	22,4	22,2	21,3	21,0	20,7	20,5
Investissements publics	4,8	4,2	4,1	3,5	3,5	3,8	4,0	4,0	4,0
Dépenses de consommation <sup>1)</sup>	13,0	12,7	13,1	12,7	12,4	12,3	12,0	11,9	11,7
Subsides <sup>2)</sup>	1,3	1,2	1,4	1,3	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2
Autres dépenses	3,4	3,5	3,5	3,3	2,8	2,7	2,7	2,7	2,6
<b>Dépenses totales</b>	<b>44,9</b>	<b>43,3</b>	<b>44,6</b>	<b>43,2</b>	<b>42,4</b>	<b>41,5</b>	<b>41,0</b>	<b>40,5</b>	<b>40,0</b>
<b>Croissance nominale des dépenses totales</b>	<b>6,2</b>	<b>3,1</b>	<b>6,2</b>	<b>3,6</b>	<b>3,1</b>	<b>4,4</b>	<b>3,7</b>	<b>5,1</b>	<b>5,0</b>

<sup>1)</sup> Rémunération des salariés et consommation intermédiaire.<sup>2)</sup> À l'exclusion des transferts en capital

Sources : IGF, IGSS, STATEC, UCM, calculs BCL

En 2016, le ratio des dépenses totales devrait décliner de 0,5 p.p. pour s'établir à 41 % du PIB. Cette diminution serait essentiellement attribuable aux baisses relatives des transferts sociaux (-0,3 % du PIB) et des dépenses de consommation (-0,3 % du PIB) qui s'expliqueraient par les facteurs suivants. Premièrement, un effet de base négatif devrait être observé, résultant de l'impact non récurrent de la prime de 0,9 % payée en 2015 en vertu de l'accord salarial dans la fonction publique. Deuxièmement, les mesures de consolidation incluses dans le « Paquet pour l'avenir » devraient contribuer à réduire les transferts sociaux à hauteur de 0,3 % du PIB. Troisièmement, l'environnement de faible inflation devrait continuer à exercer une pression à la baisse sur les dépenses (impact sur la rémunération des employés et des dépenses de pension lié au report de la prochaine tranche indiciaire, désormais prévue, selon nos projections, pour janvier 2017). Ces baisses seraient en partie compensées par la hausse de 0,2 p.p. du ratio des investissements publics.

En 2017 et 2018, de nouvelles baisses du ratio de dépenses (-0,5 % du PIB pour les deux années) devraient être observées, attribuables essentiellement aux dépenses de consommation et aux transferts sociaux. Cette dynamique trouverait son origine dans les mesures du « Paquet pour l'avenir » qui continueront à avoir des effets en 2017 et 2018 (impact additionnel de 0,14 % du PIB en 2017 et de 0,1 % du PIB en 2018).

Au total, le ratio des dépenses publiques devrait afficher une baisse de 1,5 % du PIB sur l'horizon de projection, principalement en raison de l'absence d'indexation des salaires et pensions en 2016, de l'effet de base négatif de la prime de 0,9 % payée dans la fonction publique en 2015 et des mesures de consolidation incluses dans le « Paquet pour l'avenir ». Ce déclin est à saluer compte tenu de l'incertitude qui pèse sur les recettes futures et des coûts liés au vieillissement de la population.

## 1.2.10.3 Les capacités ou besoins de financement

Pour les administrations publiques, l'année 2015 s'est caractérisée par un excédent de 1,2 % du PIB. La baisse par rapport à 2014 (excédent de 1,7 % du PIB, voir tableau 27) est due à un déclin relatif plus rapide des recettes totales que des dépenses totales.

Tableau 27 :

**Soldes budgétaires de l'ensemble des administrations publiques**

(en pourcentage du PIB sauf mention contraire)

	SOLDES EFFECTIFS (CAPACITÉ (+) OU BESOIN (-) DE FINANCEMENT)								
	DONNÉES OFFICIELLES AVRIL 2016						PROJECTIONS BCL JUIN 2016		
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Ensemble des administrations publiques</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,1</b>
<i>dont État central</i>	-2,4	-1,7	-2,1	-1,1	-0,2	-0,4	-0,6	-1,8	-1,4
<i>dont communes</i>	0,2	0,3	0,5	0,4	0,3	0,2	0,2	0,0	0,1
<i>dont sécurité sociale</i>	1,6	1,9	1,8	1,5	1,5	1,4	1,3	1,4	1,5
<b>Programme de stabilité 2016</b>	--	--	--	--	--	<b>1,3</b>	<b>0,8</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>
	SOLDES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES APURÉS DES ÉVOLUTIONS CYCLIQUES								
Estimation de juin 2016 de la BCL (1)	-0,6	0,6	0,8	1,2	1,8	1,3	1,1	-0,5	-0,1
Estimation programme de stabilité d'avril 2016						2,3	1,9	0,6	0,0

Sources : IGF, IGSS, STATEC, UCM, calculs BCL.

<sup>1)</sup> Ces soldes apurés sont calculés au moyen d'une méthode désagrégée fondée sur le filtre d'Hodrick-Prescott

Pour 2016, la BCL projette un surplus de 0,9 % du PIB. Cette dégradation du surplus (de 0,3 p.p.) serait attribuable à l'administration centrale, dont le solde accuserait un déficit en hausse à 0,6 % et à un surplus en léger déclin de la sécurité sociale (-0,1 p.p. pour atteindre 1,3 % du PIB). Les administrations locales resteraient excédentaires, affichant un surplus inchangé de 0,2 % du PIB.

En 2017, le solde budgétaire des administrations publiques afficherait un déficit de 0,3 % du PIB, conséquence d'une baisse du ratio des recettes sensiblement plus importante que celle du ratio des dépenses. Cette dégradation s'expliquerait principalement par la mise en œuvre à partir de 2017 des mesures de réforme fiscale qui, selon nos estimations, auraient un impact budgétaire de 1,5 % du PIB. Il convient également de noter la conjonction de deux éléments qui tendront à se neutraliser : d'un côté, la poursuite de la mise en place des mesures prévues par le « Paquet pour l'avenir », qui aurait un impact positif additionnel sur le solde de 0,2 % du PIB en 2017 ; d'un autre côté, une nouvelle perte de recettes de TVA liées au commerce électronique (« VAT package ») de 0,3 % du PIB. En conséquence, le déficit de l'administration centrale se détériorerait de 1,2 p.p. pour s'établir à 1,8 % du PIB. Les excédents dégagés au niveau de la sécurité sociale et des administrations locales s'établiraient à respectivement 1,4 % et 0,0 % du PIB. La dégradation du solde des administrations locales en 2017 découlerait, entre autres, de la réforme fiscale, à travers une réduction des transferts effectués par l'administration centrale vers les communes via le Fonds communal de dotation financière.

Pour 2018, une amélioration du solde budgétaire devrait être observée, provenant d'un dynamisme des recettes totales plus important que celui des dépenses, pour afficher un léger surplus de 0,1 % du PIB. L'amélioration serait principalement imputable à l'administration centrale, dont le déficit déclinerait pour s'établir à 1,4 % du PIB, en raison d'une diminution des dépenses (engendrée par le « Paquet pour l'avenir »), couplée à des revenus relativement constants. L'excédent de la sécurité sociale serait de 1,5 % du PIB et celui des administrations locales afficherait 0,1 % du PIB.

A l'aune de ces chiffres, le solde des administrations publiques devrait se dégrader fortement sur l'horizon de projection, en particulier sous l'effet du déficit de l'administration centrale qui passerait à 1,4 % à la fin de l'horizon de projection, après un pic de 1,8 % en 2017. Le niveau de ces déficits serait quasi-similaire à celui de l'année 2012 (-2,1 % du PIB) et serait plus important que celui de l'année 2013.

Selon les estimations de la BCL, les administrations publiques devraient enregistrer des soldes structurels de l'ordre de 1 % du PIB en 2016, -0,5 % du PIB en 2017 et -0,1 % du PIB en 2018. Toujours selon

nos projections, le gouvernement serait donc en phase avec l'objectif à moyen terme (OMT) sur tout l'horizon de projection. Rappelons que si l'OMT s'élève actuellement à 0,5 % du PIB (défini en termes structurels), ce dernier sera toutefois abaissé de 1 p.p. et fixé à -0,5 % du PIB à partir de 2017 et ce jusqu'en 2019, comme annoncé dans le Programme de stabilité du Luxembourg, publié en avril 2016. La fixation<sup>53</sup> de l'OMT à un niveau inférieur et beaucoup moins ambitieux à partir de 2017 a notamment été rendue possible par la prise en compte de la baisse des dépenses de vieillissement à long terme. Ces dépenses incluent, entre autres, celles liées aux pensions, dont les projections se basent sur l'hypothèse d'un doublement de la population au Luxembourg à l'horizon de l'année 2060.

En faisant abstraction de la révision à la baisse de l'OMT en 2017 et compte tenu de la mise en œuvre de la réforme fiscale, les objectifs européens du gouvernement inclus dans le volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance ne seraient pas remplis en 2017, ni en 2018.

Enfin, les soldes structurels contenus dans le Programme de stabilité, dont la méthodologie diffère en de nombreux points<sup>54</sup> de celle utilisée par la BCL, seraient en ligne avec l'objectif à moyen terme sur tout l'horizon de projection, compte tenu de la baisse du niveau de l'OMT à partir de 2017.

#### 1.2.10.4 La dette publique : évolution récente et perspectives

Après avoir été caractérisée par une stabilité à un bas niveau de 7 % du PIB jusqu'en 2007, la dette des administrations publiques luxembourgeoises a affiché une hausse particulièrement nette à partir de 2008. Cette augmentation s'explique par la participation de l'État dans le capital d'une banque et le financement des déficits récurrents de l'administration centrale. À la fin de l'année 2015, le ratio de dette publique s'établissait à 21,4 % du PIB. La garantie financière, qui n'est pas incluse dans la dette publique, accordée à un autre groupe bancaire représente un risque potentiel pour le niveau de la dette publique si elle venait à être utilisée. Le montant maximal de cette garantie atteint 2,55 milliards d'euros, soit environ 5 % du PIB de 2015.

Le ratio de dette publique devrait suivre une tendance croissante sur tout l'horizon de projection, sous l'influence du financement des déficits observés au niveau de l'administration centrale. Les surplus dégagés par la sécurité sociale ne viendraient en effet pas compenser les déficits de l'administration centrale, mais seraient utilisés pour alimenter les réserves de pension. De plus, il est stipulé dans le Programme de stabilité, publié en avril 2016, que l'État central procédera à un refinancement intégral par émission de dette de tous les emprunts et prêts tombant à échéance entre 2016 et 2020. Au total,

53 Selon la réglementation européenne, l'objectif budgétaire à moyen terme minimum est défini comme la plus grande valeur parmi les trois suivantes :

1) Une valeur minimale définie de façon à se fixer une marge de manœuvre par rapport à la valeur de référence de 3 % du PIB, qui est déterminée de manière propre à chaque pays, en fonction de la volatilité de son activité économique et de la sensibilité budgétaire par rapport aux fluctuations de l'activité économique.

2) Une valeur minimale qui assure la soutenabilité ou la progression rapide vers la soutenabilité de la dette publique, en prenant en compte le niveau de la dette et les engagements implicites. Cette valeur tient compte des impacts budgétaires liés au vieillissement de la population. Plus précisément, elle dépend de 3 facteurs :

(i) Le solde budgétaire nécessaire pour stabiliser la dette à un niveau de 60 % du PIB,

(ii) Un ajustement nécessaire pour anticiper l'augmentation future des dépenses budgétaires liées au vieillissement de la population,

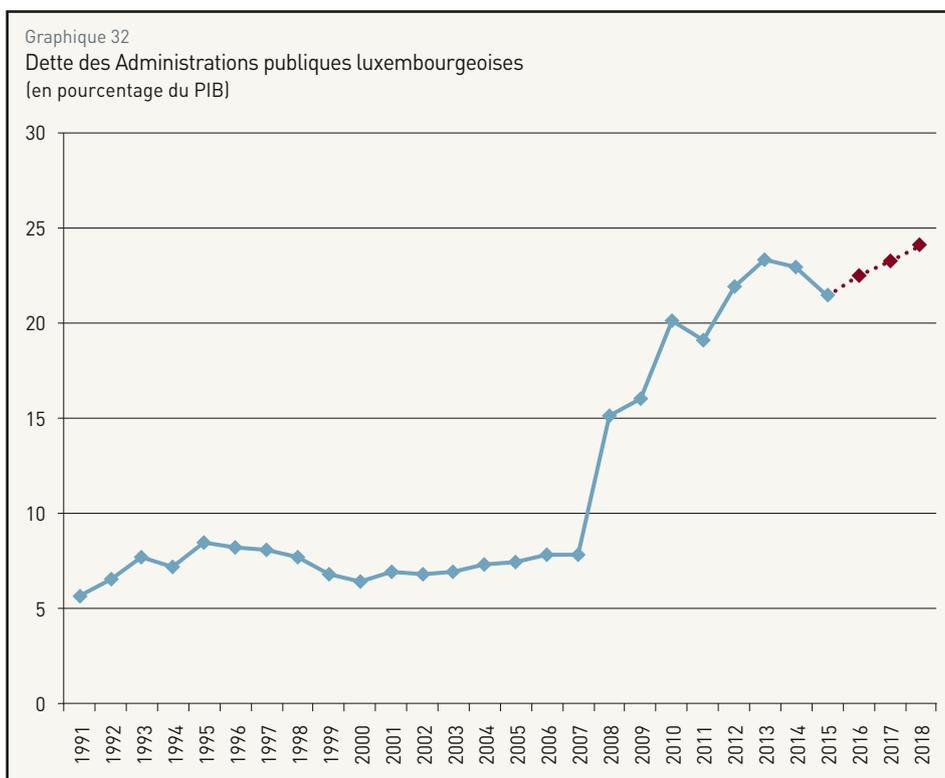
(iii) Un effort additionnel pour les pays dont la dette publique dépasse 60 % du PIB.

3) Pour les pays membres de la zone euro, une valeur minimale de -1 % du PIB.

Pour plus d'informations, voir le « Vademecum on Stability and growth pact » publié par la Commission Européenne, édition de 2016 pages 29-31.

54 Les différences observées dans les soldes structurels entre la méthode du Programme de Stabilité et la Méthode BCL/BCE proviennent des facteurs suivants. Dans le programme de stabilité, le solde structurel est la différence entre le solde actuel (nominal) et sa composante cyclique. Cette dernière est le produit de l'écart de production (mesuré par la fonction de production) et la semiélasticité budgétaire. Formellement, si l'élasticité d'une variable  $y$  par rapport à une variable  $x$  s'écrit :  $(\Delta y / y) / (\Delta x / x)$ , alors la semiélasticité de  $y$  par rapport à  $x$  s'écrit :  $(\Delta y / y) / (\Delta x)$ . Dans nos projections, les élasticités des variables fiscales sont appliquées directement aux composantes cycliques des bases macroéconomiques extraites par le filtre HP (méthode désagrégée). La composante cyclique du solde budgétaire est donc égale à la somme des composantes cycliques de ces variables fiscales.

Graphique 32  
Dettes des Administrations publiques luxembourgeoises  
(en pourcentage du PIB)



Sources : STATEC, calculs BCL

le ratio de dette publique par rapport au PIB devrait ainsi s'élever à environ 24 % du PIB en 2018 et resterait donc, sur l'horizon de projection, inférieur à 30 % du PIB, ce qui correspond au ratio de dette publique que le gouvernement dans son Programme s'est engagé à ne pas dépasser.





**2 ANNEXES**

1	Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	86
2	Circulaires de la BCL	86
3	Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site internet de la BCL ( <a href="http://www.bcl.lu">www.bcl.lu</a> )	86
1	Statistiques de politique monétaire	86
2	Évolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	86
3	Marchés de capitaux et taux d'intérêt	86
4	Développements des prix et des coûts au Luxembourg	87
5	Indicateurs macroéconomiques pour le Luxembourg	87
6	Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises	87
7	Balance des paiements du Luxembourg	87
8	Commerce extérieur	87
9	Position extérieure globale	87
10	Avoirs de réserve	88
11	Établissements de crédit	88
12	Véhicules de titrisation	88
13	Fonds d'investissement	88
14	Professionnels du secteur financier	89
15	Sociétés de gestion	89
16	Sociétés d'assurances et fonds de pension	89
17	Indicateurs de solidité financière	89
18	Statistiques de paiement	89
4	Publications de la BCL	89
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	91
6	Liste des abréviations	92

## 1 RÈGLEMENTS DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

2016/N°21 du 15 janvier 2016

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2016/N°21 du 15 janvier 2016 relatif à la surveillance des systèmes de paiement, des systèmes de règlement des opérations sur titres et des instruments de paiement au Luxembourg

Domaine : Oversight

2015/N°20 du 24 août 2015

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2015/N°20 du 24 août 2015 modifiant le règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2011/N°9 du 4 juillet 2011 relatif à la collecte des données sur les instruments et les opérations de paiement.

Domaine : Statistiques

Pour une liste complète des règlements publiés par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL ([www.bcl.lu](http://www.bcl.lu)).

## 2 CIRCULAIRES DE LA BCL

Pour une liste complète des circulaires publiées par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL ([www.bcl.lu](http://www.bcl.lu)).

## 3 STATISTIQUES MONÉTAIRES, ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES PUBLIÉES SUR LE SITE INTERNET DE LA BCL (WWW.BCL.LU)

### 1 STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

- 1.1 Situation financière de la Banque centrale du Luxembourg
- 1.2 Statistiques de réserves obligatoires au Luxembourg

### 2 ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES DE LA ZONE EURO ET AU LUXEMBOURG

- 2.1 Bilan agrégé des IFM luxembourgeoises (hors Banque centrale)
- 2.2 Éléments du passif des IFM luxembourgeoises inclus dans les agrégats monétaires

### 3 MARCHÉS DE CAPITAUX ET TAUX D'INTÉRÊT

- 3.1 Taux d'intérêt appliqués par les établissements de crédit luxembourgeois aux dépôts et crédits en euros - nouveaux contrats
- 3.2 Taux d'intérêt appliqués par les établissements de crédit luxembourgeois aux dépôts et crédits en euros - encours
- 3.3 Taux d'intérêt du marché monétaire
- 3.4 Rendements d'emprunts publics
- 3.5 Indices boursiers
- 3.6 Taux de change
- 3.7 Statistiques sur les émissions de titres - encours

#### **4 DÉVELOPPEMENTS DES PRIX ET DES COÛTS AU LUXEMBOURG**

- 4.1 Les indices des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et national (IPCN) au Luxembourg
- 4.2 Prix des biens industriels et des matières premières
- 4.3 Indicateurs de coûts et termes de l'échange

#### **5 INDICATEURS MACROÉCONOMIQUES POUR LE LUXEMBOURG**

- 5.1 Le produit intérieur brut au prix du marché et des composantes (version SEC)
- 5.2 Autres indicateurs de l'économie réelle
- 5.3 Indicateurs du marché de l'emploi – emploi et chômage
- 5.4 Indicateurs du marché de l'emploi – composantes de l'emploi
- 5.5 Enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs
- 5.6 Comptes non-financiers par secteur institutionnel - séries temporelles
- 5.7 Comptes non-financiers par secteur institutionnel - présentation matricielle
- 5.8 Comptes financiers par secteur institutionnel - encours - séries temporelles
- 5.9 Comptes financiers par secteur institutionnel - transactions - séries temporelles
- 5.10 Comptes financiers par secteur institutionnel - encours - présentation matricielle
- 5.11 Comptes financiers par secteur institutionnel - transactions - présentation matricielle

#### **6 SITUATION BUDGÉTAIRE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES LUXEMBOURGEOISES**

- 6.1 Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises

#### **7 BALANCE DES PAIEMENTS DU LUXEMBOURG**

- 7.1 Balance des paiements du Luxembourg - résumé
- 7.2 Balance des paiements du Luxembourg - compte des transactions courantes
- 7.3 Balance des paiements du Luxembourg - investissements directs
- 7.4 Balance des paiements du Luxembourg - investissements directs du Luxembourg à l'étranger - par secteur
- 7.5 Balance des paiements du Luxembourg - investissements directs étrangers au Luxembourg - par secteur
- 7.6 Balance des paiements du Luxembourg - investissements de portefeuille - par types d'instruments
- 7.7 Balance des paiements du Luxembourg - autres investissements - par secteur
- 7.8 Balance des paiements - données mensuelles

#### **8 COMMERCE EXTÉRIEUR**

- 8.1 Commerce extérieur du Luxembourg

#### **9 POSITION EXTÉRIEURE GLOBALE**

- 9.1 Position extérieure globale du Luxembourg - résumé
- 9.2 Position extérieure globale du Luxembourg - investissements directs
- 9.3 Position extérieure globale du Luxembourg - investissements de portefeuille - par type d'instruments
- 9.4 Position extérieure globale du Luxembourg - autres investissements - par secteur
- 9.5 Position extérieure globale du Luxembourg - dette extérieure brute
- 9.6 Position extérieure globale du Luxembourg - ventilation géographique des avoirs de portefeuille

## 10 AVOIRS DE RÉSERVE

- 10.1 Avoirs de réserves et avoirs gérés par la Banque centrale du Luxembourg
- 10.2 Avoirs de réserves détenus par la Banque centrale du Luxembourg - modèle élargi du Fonds Monétaire International

## 11 ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT

- 11.1 Nombre et origine géographique des établissements de crédit établis au Luxembourg
- 11.2 Situation de l'emploi dans les établissements de crédit
- 11.3 Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit
- 11.4 Compte de profits et pertes agrégé en fin d'année des établissements de crédit
- 11.5 Bilan agrégé des établissements de crédit
- 11.6 Crédits accordés par les établissements de crédit -par contreparties et durées initiales
- 11.7 Crédits accordés par les établissements de crédit aux ménages et ISBLM de la zone euro - par types et durées initiales
- 11.8 Crédits accordés par les établissements de crédit -par devises
- 11.9 Crédits immobiliers consentis par les établissements de crédit pour des immeubles situés au Luxembourg
- 11.10 Portefeuille de titres de créance détenus - par les établissements de crédit, par contreparties et durées initiales
- 11.11 Portefeuille de titres de créance détenus - par les établissements de crédit, par devises
- 11.12 Dépôts reçus par les établissements de crédit - par contreparties
- 11.13 Dépôts reçus par les établissements de crédit - par type et contreparties
- 11.14 Titres de créance détenus par les établissements de crédit - par contreparties et pays

## 12 VÉHICULES DE TITRISATION

- 12.1 Bilan agrégé des véhicules de titrisation

## 13 FONDS D'INVESTISSEMENT

- 13.1 Évolution du nombre des fonds d'investissement
- 13.2 Évolution de la situation globale des fonds d'investissement
- 13.3 Bilan agrégé des fonds d'investissement monétaires
- 13.4 Titres de créance détenus par les fonds d'investissement monétaires - par contreparties et durées initiales
- 13.5 Portefeuille de titres de créance détenus par les fonds d'investissement monétaires - par devises
- 13.6 Bilan des fonds d'investissement non monétaires - par politique d'investissement
- 13.7 Titres détenus par les fonds d'investissement d'actions
- 13.8 Titres détenus par les fonds d'investissement d'obligations
- 13.9 Titres détenus par les fonds d'investissement mixtes
- 13.10 Titres détenus par les fonds d'investissement immobiliers
- 13.11 Titres détenus par les fonds d'investissement alternatifs
- 13.12 Titres détenus par les autres fonds d'investissement
- 13.13 Titres de créance détenus par les fonds d'investissement monétaires - par contreparties et pays
- 13.14 Titres de créance détenus par les fonds d'investissement non-monétaires - par contreparties et pays
- 13.15 Titres de participation (autres que les parts de fonds d'investissement) détenus par les fonds d'investissement non monétaires - par pays

## 14 PROFESSIONNELS DU SECTEUR FINANCIER

- 14.1 Nombre et origine géographique des professionnels du secteur financier
- 14.2 Situation de l'emploi dans les professionnels du secteur financier
- 14.3 Somme de bilan et résultats agrégés des professionnels du secteur financier

## 15 SOCIÉTÉS DE GESTION

- 15.1 Situation de l'emploi dans les sociétés de gestion

## 16 SOCIÉTÉS D'ASSURANCES ET FONDS DE PENSION

- 16.1 Bilan agrégé des sociétés d'assurance et fonds de pension

## 17 INDICATEURS DE SOLIDITÉ FINANCIÈRE

- 17.1 Tableau des indicateurs de solidité financière

## 18 STATISTIQUES DE PAIEMENT

## 4 PUBLICATIONS DE LA BCL

### 4.1 BULLETIN DE LA BCL

- Bulletin BCL 2015/3, janvier 2016
- Bulletin BCL 2015/2, septembre 2015
- Bulletin BCL 2015/1, juillet 2015

Pour une liste complète des Bulletins publiés par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL ([www.bcl.lu](http://www.bcl.lu)).

### 4.2 REVUE DE STABILITÉ FINANCIÈRE

- Revue de stabilité financière 2016, juin 2016

### 4.3 RAPPORT ANNUEL DE LA BCL

- Annual report 2014, September 2015
- Rapport annuel 2014, juillet 2015

Pour une liste complète des Rapports annuels publiés par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL ([www.bcl.lu](http://www.bcl.lu)).

### 4.4 CAHIERS D'ÉTUDES DE LA BCL

- Cahier d'études N°100, novembre 2015  
LOLA 3.0 : Luxembourg OverLapping generation model for policy Analysis Introduction of a financial sector in LOLA, par Luca MARCHIORI et Olivier PIERRARD
- Cahier d'études N° 99, août 2015  
Other Real Estate Property in Selected Euro Area Countries, par Michael ZIEGELMEYER

- Cahier d'études N°98, juillet 2015  
The interest rate sensitivity of Luxembourg bond funds : Results from a time-varying model, par Raphaël JANSSEN et Romuald MOHRS
- Cahier d'études N°97, juillet 2015  
Is the financial sector Luxembourg's engine of growth?, par Paolo GUARDA et Abdelaziz ROUABAH
- Cahier d'études N°96, juillet 2015  
Immigration, occupational choice and public employment, par Luca MARCHIORI, Patrice PIERETTI et Benteng ZOU
- Cahier d'études N°95, juillet 2015  
Investment Funds' Vulnerabilities : A Tail-risk Dynamic CIMDO Approach, par Xisong JIN et Francisco NADAL DE SIMONE

#### 4.5 AUTRES PUBLICATIONS DE LA BCL

- Chronique de l'immeuble Monterey, édition 2016
- Brochure de jeux «Die Jäger des verlorenen Euro-Schatzes», mars 2016
- Brochure des produits numismatiques, édition 2016

#### 4.6 PUBLICATIONS ET PRÉSENTATIONS EXTERNES DU PERSONNEL DE LA BCL

##### 4.6.1 Publications externes du personnel de la BCL

Arrondel, L., L. Bartiloro, P. Fessler, P. Lindner, T. Mathä, F. Savignac, C. Rampazzi, T. Schmidt, M. Schürz and P. Vermeulen (2016) "How Do Households Allocate Their Assets? Some Stylized Facts Derived from the Eurosystem Household Finance and Consumption Survey", *International Journal of Central Banking* 12(2) : 129-220.

Giordana, G. (2016) "Welfare and Stochastic Dominance for the Measurement of Banks' Domestic Systemic Importance: Analytical Framework and Application", *International Journal of Finance & Economics* 21(2) : 192-208, April.

Le Blanc, J., A. Porpiglia, F. Teppa, J. Zhu and M. Ziegelmeier (2016) "Household Saving Behavior in the Euro Area", *International Journal of Central Banking* 12(2) : 15-69.

Lodigiani, E., L. Marchiori and I-L. Shen (2016) "Revisiting the Brain Drain Literature with Insights from a Dynamic General Equilibrium World Model", *The World Economy*, in press, doi:10.1111/twec.12269.

Mathä, T. and A. Shwachman Kaminaga (2016) "Regional Wages and Market Potential in the Enlarged EU : An Empirical Investigation", *Applied Economics*, in press, <http://dx.doi.org/10.1080/00036846.2016.1197372>.

Necker, S. and M. Ziegelmeier (2016) "Household Risk Taking after the Financial Crisis", *The Quarterly Review of Economics and Finance* 59 : 141-160.

##### 4.6.2 Présentations externes

EUI-nomics 2015 : Debating the economic conditions in the euro area and beyond, Florence, Italie, avril 2015.

## 5 PUBLICATIONS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

Pour une liste complète des documents publiés par la Banque centrale européenne (BCE), ainsi que pour les versions traduites dans les langues officielles de l'UE, veuillez consulter le site internet de la BCE [www.ecb.int](http://www.ecb.int).

For a complete list of the documents published by the European Central Bank (ECB) and for the versions in all official languages of the European Union, please visit the ECB's web site [www.ecb.int](http://www.ecb.int).

---

### COMMANDE / ORDER

BCE/ ECB  
Postfach 160319  
D-60066 Frankfurt am Main  
<http://www.ecb.int>



## 6 LISTE DES ABRÉVIATIONS

<b>ABBL</b>	Association des Banques et Banquiers, Luxembourg
<b>AFN</b>	Avoirs financiers nets
<b>AGDL</b>	Association pour la garantie des dépôts, Luxembourg
<b>BCE</b>	Banque centrale européenne
<b>BCL</b>	Banque centrale du Luxembourg
<b>BCN</b>	banque(s) centrale(s) nationale(s)
<b>BEI</b>	Banque européenne d'investissement
<b>BERD</b>	Banque européenne pour la reconstruction et le développement
<b>BRI</b>	Banque des règlements internationaux
<b>CCBM</b>	Correspondent central banking model
<b>CETREL</b>	Centre de transferts électroniques Luxembourg
<b>CPI</b>	Consumer Price Index
<b>CSSF</b>	Commission de surveillance du secteur financier
<b>DTS</b>	Droits de tirage spéciaux
<b>ECB</b>	European Central Bank
<b>ECG</b>	Enlarged Contact Group on the Supervision of Investment Funds
<b>EIB</b>	European Investment Bank
<b>EMI</b>	European Monetary Institute (1994-1998)
<b>EMS</b>	European Monetary System
<b>EMU</b>	Economic and Monetary Union
<b>EU</b>	European Union

<b>EUR</b>	euro
<b>EUROSTAT</b>	Office statistique des Communautés Européennes
<b>FBCF</b>	Formation brute de capital fixe
<b>FCP</b>	Fonds commun de placement
<b>FMI</b>	Fonds monétaire international
<b>GAFI</b>	Groupe d'action financière pour la lutte contre le blanchiment de capitaux
<b>GDP</b>	Gross domestic product
<b>HICP</b>	Harmonised Index of Consumer Prices
<b>IGF</b>	Inspection générale des finances
<b>IFM</b>	Institution financière monétaire
<b>IME</b>	Institut monétaire européen (1994-1998)
<b>IML</b>	Institut monétaire luxembourgeois (1983-1998)
<b>IOSCO</b>	International Organisation of Securities Commissions
<b>IPC</b>	Indice des prix à la consommation
<b>IPCH</b>	Indice des prix à la consommation harmonisé
<b>MFI</b>	Monetary Financial Institution
<b>NCB</b>	National central bank
<b>OCDE</b>	Organisation de coopération et de développement économiques
<b>OECD</b>	Organisation for Economic Cooperation and Development
<b>OICV</b>	Organisation internationale des commissions de valeurs
<b>OLS</b>	Ordinary least squares
<b>OPC</b>	Organisme de placement collectif

<b>OPCVM</b>	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
<b>OPEP</b>	Organisation des pays exportateurs et producteurs de pétrole
<b>PIB</b>	Produit intérieur brut
<b>PSC</b>	Pacte de stabilité et de croissance
<b>PSF</b>	Autres professionnels du secteur financier
<b>RTGS SYSTEM</b>	Real-Time Gross Settlement system
<b>SYSTÈME RBTR</b>	Système de règlement brut en temps réel
<b>RTGS-L GIE</b>	Groupement d'intérêt économique pour le règlement brut en temps réel d'ordres de paiement au Luxembourg
<b>SEBC</b>	Système européen de banques centrales
<b>SEC</b>	Système européen de comptes
<b>SICAF</b>	Société d'investissement à capital fixe
<b>SICAV</b>	Société d'investissement à capital variable
<b>SME</b>	Système monétaire européen
<b>SWIFT</b>	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication s.c.
<b>SYPAL GIE</b>	Groupement d'intérêt économique pour la promotion et la gestion des systèmes de paiement au Luxembourg
<b>TARGET SYSTEM</b>	Trans-European Automated Realtime Gross settlement Express Transfer system
<b>SYSTÈME TARGET</b>	Transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel
<b>TCE</b>	Traité instituant la Communauté européenne
<b>UCI</b>	Undertaking for Collective Investments

<b>UCITS</b>	Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities
<b>UCM</b>	Union des caisses de maladie
<b>UE</b>	Union européenne
<b>UEM</b>	Union économique et monétaire
<b>USD</b>	Dollar des États-Unis d'Amérique
<b>VNI</b>	Valeur nette d'inventaire





BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG  
EUROSYSTEME

2, boulevard Royal  
L-2983 Luxembourg

Téléphone: +352 4774-1  
Télécopie: +352 4774-4910

[www.bcl.lu](http://www.bcl.lu) • [sg@bcl.lu](mailto:sg@bcl.lu)